

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC

CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS – CCJ

CURSO DE DIREITO

Trabalho de Conclusão de Curso:

**A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E OS MECANISMOS DE
REPREENSÃO À PRÁTICA DO *INSIDER TRADING* NO MERCADO DE
CAPITAIS**

EZEQUIEL MEDEIROS

Florianópolis – SC

2013

EZEQUIEL MEDEIROS

Trabalho de Conclusão de Curso:

**A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E OS MECANISMOS DE
REPREENSÃO À PRÁTICA DO *INSIDER TRADING* NO MERCADO DE
CAPITAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
como requisito para o grau de bacharel em Direito
pela Universidade Federal de Santa Catarina -
UFSC, Centro de Ciências Jurídicas - CCJ

Orientador: Prof. Alexandre Morais da Rosa

Florianópolis – SC

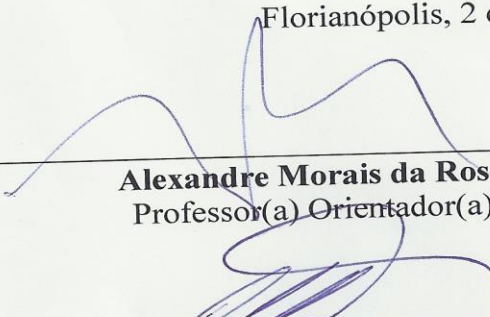
2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

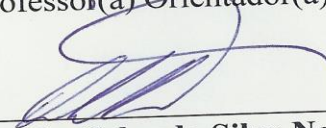
TERMO DE APROVAÇÃO

A presente monografia intitulada "**A Comissão de Valores Mobiliários e os mecanismos de repreensão à Prática do insider trading no mercado de capitais**", elaborada pelo(a) acadêmico(a) **Ezequiel Medeiros**, defendida em **02/07/2013** e aprovada pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 7,5 (nota e meio), sendo julgada adequada para o cumprimento do requisito legal previsto no artigo 9. da Portaria n. 1886/94/MEC, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução n. 003/95/CEPE.


Florianópolis, 2 de Julho de 2013



Alexandre Moraes da Rosa
Professor(a) Orientador(a)



Orlando Celso da Silva Neto
Membro de Banca



Everton das Neves Gonçalves
Membro de Banca

“Informação é poder, porém se tens tal domínio
e não o divulgas, torna-te responsável pela ignorância alheia.”

Ivan Teorilang

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, aos meus pais e minha irmã que me ensinaram a importância do estudo e são um exemplo de força e dedicação, responsáveis por me passar valiosos ensinamentos e nunca deixaram de acreditar em meus sonhos.

Aos grandes amigos Brunos, Daniel, Juliano e Leonardo que percorreram uma longa caminhada comigo desde os tempos de colégio.

Aos amigos que conheci na faculdade que me divertiram, ajudaram e contribuíram para a minha formação acadêmica.

Agradeço, principalmente, à Júlia, que sempre me apoiou ao levar as duas faculdades ao mesmo tempo, que ofereceu ajuda, suporte e incentivo a todo o momento. Agradeço ao ouvir minhas reclamações e angústias e por me ajudar em momentos difíceis. Sou muito grato a você!

A todos os professores da UFSC que auxiliaram a ampliação dos meus conhecimentos.

Enfim, a todos que contribuíram para a realização dos meus objetivos e permitiram que eu chegasse até aqui, meus sinceros agradecimentos.

RESUMO

O presente trabalho de conclusão de curso trata do ilícito administrativo do uso de informações privilegiadas – *insider trading* – no Mercado de Valores Mobiliários e quais os mecanismos utilizados para inibir essa prática. A partir da delimitação do tema, sob a abordagem metodológica quantitativa, será apresentada uma visão geral da evolução histórica do mercado de capitais brasileiro, buscar-se-á a definição do conceito de valor mobiliários e do princípio da *full disclosure*. Em seguida, discorrer-se-á sobre a importância da regulação no mercado mobiliário, com o intuito de garantir a igualdade de informações para os investidores. Nesse contexto, será trazida a origem da Comissão de Valores Mobiliários, seu objetivo no mercado de valores e o funcionamento do processo administrativo sancionador, como instrumento de repressão à prática de crimes no mercado mobiliário. Posteriormente, definir-se-á quem é o *insider* à luz de diversas doutrinas, bem como o que é *insider trading* e porque essa prática é tão prejudicial ao mercado de valores mobiliários. Por fim, analisar-se-á o ilícito administrativo da prática do *insider trading* nos diversos processos administrativos sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários e se os métodos adotados são eficazes para a repressão da utilização de informações privilegiadas.

Palavras-chave: *Insider trading*, uso de informação privilegiada, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador, *full disclosure*, mercado de capitais, valor mobiliário, práticas não-equitativas.

Sumário

INTRODUÇÃO	8
1. O MERCADO DE CAPITAIS	11
1.1 A evolução do mercado de capitais no Brasil.....	11
1.2 O conceito de valor mobiliário	18
1.3 A transparência no mercado de capitais – o princípio da <i>full disclosure</i>	22
2. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	26
2.1 A importância da regulação no mercado mobiliário	26
2.2 A Comissão de Valores Mobiliários e suas características.....	29
2.3 O Processo Administrativo Sancionador	35
3 O INSIDER E A UTILIZAÇÃO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS	46
3.1 Quem é o <i>insider</i> e o que é <i>insider trading</i>	46
3.2 Uso de informação privilegiada e o prejuízo ao mercado de capitais.	49
3.3 O ilícito administrativo da prática de <i>insider trading</i> e o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários	53
CONCLUSÃO.....	61
REFERÊNCIAS	65

INTRODUÇÃO

Com a criação da Comissão de Valores Mobiliários, pela Lei n. 6.385/1976, coube a ela garantir proteção ao principal bem jurídico do mercado de capitais – a informação. O artigo 4º da referida Lei, em seu inciso VI, garante que a CVM buscará “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”. Além disso, outra função importante é a proteção dos investidores contra uso de informações não divulgadas no mercado – o *insider trading*.

O crescimento significativo do Brasil na última década chamou a atenção dos investidores estrangeiros que aqueceram a economia nacional em forma de investimentos em valores mobiliários, pois viram uma oportunidade de bons retornos.

Em virtude de tal crescimento, a Comissão de Valores Mobiliários tem um papel fundamental na economia brasileira, buscando garantir um nível de confiabilidade e eficácia na divulgação de informações relevantes das companhias. O intuito é evitar que os *insiders* se aproveitem da posse de informação privilegiada e beneficiem-se em função da disparidade em relação aos demais investidores.

Dessa forma, o presente trabalho procurou analisar, através de pesquisa doutrinária e jurisprudencial, se as medidas adotadas pela Comissão de Valores Mobiliários são suficientes para garantir a divulgação de informações por parte das companhias, de modo a inibir a prática do *insider trading*.

O trabalho foi dividido em três capítulos. O primeiro capítulo apresenta o histórico do mercado de valores mobiliários nacional, desde os primeiros passos do direito comercial, em 1.808, através dos atos de D. João VI, até os dias de hoje, com mercados complexos que exigem cada vez mais dos órgãos reguladores, a fim de garantir a segurança dos investidores, esse capítulo tem caráter essencialmente descritivo.

Logo após, definir-se-á o conceito de valor mobiliário com o intuito de fornecer subsídios para que seja possível entender o real âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários. Como último item do primeiro capítulo, o princípio da *full disclosure* é um dos

alicerces do mercado mobiliário, visto que garante a transparência e a confiança do investidor na lisura do mercado.

No segundo capítulo, que trata da regulação do mercado de valores mobiliários, primeiramente, discorrer-se-á sobre a importância da regulação para garantir que a divulgação de informações seja equitativa, transparente e acessível e da fiscalização para que não haja manipulação de mercado.

Posteriormente, estudar-se-á a formação da Comissão de Valores Mobiliários, seus fundamentos e princípios, a importância reguladora, sancionadora e fiscalizadora da referida autarquia. Ainda na oportunidade, será analisado o seu âmbito de competência, suas atribuições instituídas pela Lei n. 6.385/1976 e a necessidade da atuação preventiva e orientadora, incentivada pela Resolução n. 1.065/1985, do Banco Central do Brasil.

Ao final do segundo capítulo, tratar-se-á do funcionamento do Processo Administrativo Sancionador, sua previsão legal e as inovações que conferiram às Superintendências da Autarquia e às Comissões de Inquérito maior celeridade e autonomia na fase investigatória.

A crescente demanda na Comissão de Valores Mobiliários exigiu que mudanças fossem implementadas, dessa forma, em 2.002, foi criada a Superintendência de Processos Sancionadores com o intuito de reduzir o tempo de tramitação dos processos administrativos. Outrossim, explicar-se-á cada fase do processo administrativo sancionador, bem como os dois ritos existentes – o sumário e o ordinário.

No último capítulo, o *insider trading* será definido, através de ampla busca doutrinária, bem como o seu ator, o *insider*. Posteriormente, explicar-se-á de maneira detalhada o problema do uso de informação privilegiada no mercado de capitais e a relação com a ameaça da confiabilidade do mercado.

Por fim, analisar-se-á o método de sanção imposto aos *insiders* por meio da Comissão de Valores Mobiliários, a análise será realizada através de estudo de diversos processos administrativos sancionadores das mais diferentes companhias. A partir de tal análise, será possível verificar como a CVM se manifesta nos referidos processos e, posteriormente, buscar-se-á identificar os pontos fortes e questões a serem melhoradas pelo órgão para embasar a conclusão do presente trabalho.

Diante do exposto, o real objetivo do trabalho é estimular a discussão e fortalecer a importância do tema, visto que no meio acadêmico ainda é pouquíssimo discutido e não desperta o interesse de grande parte das pessoas. Na verdade, deveria ocorrer exatamente o oposto, pois trata-se de um tema que diz respeito à economia nacional e, conseqüentemente, do seu fortalecimento, além disso, o mercado de valores mobiliários é uma alternativa de investimento que ganha força a cada dia, visto que as formas conservadoras de poupança estão remunerando cada vez menos seus investidores, sendo necessário encontrar forma de investimento um pouco mais complexas.

1. O MERCADO DE CAPITAIS

1.1 A evolução do mercado de capitais no Brasil

Sabe-se que mercado é local no qual a demanda e a oferta se encontram, tendo como função primordial fornecer eficiência na troca entre os compradores e vendedores. Dessa maneira, sustenta-se que a informação fidedigna e a sua disponibilidade são essenciais para a busca da troca eficiente.

Considerando o artigo 170, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988¹, pode-se conhecer os princípios que apoiam a atividade econômica do Brasil.

Para fins de corte metodológico, tendo em vista a extensão do tema abordado, o presente trabalho será restrito ao mercado de capitais. Sendo esse o local em que os poupadores direcionam seus recursos aos captadores de recursos através de intermediários financeiros que têm o objetivo de facilitar e aproximar investidores e emissores de títulos mobiliários, repartindo os riscos e financiando as atividades econômicas.

A regulamentação do mercado de capitais foi desenvolvida com base no princípio da transparência, recorrentemente utilizada no Brasil, a expressão estadunidense “*full and fair disclosure*”, que é a obrigação das informações necessárias para que os investidores possam embasar suas opções de aplicação e investir com a convicção de não restar informações ocultas.

¹ “Título VII – Da Ordem Econômica e Financeira, Capítulo I – Dos princípios gerais da atividade econômica. Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I- soberania nacional; II- propriedade privada; III – função social da propriedade; IV – livre concorrência; V – defesa do consumidor; VI – defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº42, de 19.12.2003); VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII – busca do pleno emprego; IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

Através da promulgação da Lei n. 6.385/76, esse posicionamento favorável à livre divulgação de informações relevantes ao mercado ficou mais evidente através da delegação do poder de fiscalização ao Banco Central (BACEN) e à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A história do Direito Comercial no Brasil, segundo Bulgarelli², deu-se em 1808 através de atos de D. João VI, são eles:

- Carta Régia de 28 de janeiro³: tratou da abertura dos portos do Brasil ao comércio estrangeiro.

- Alvará de 1º de abril⁴: permitiu o livre estabelecimento de fábricas e manufaturas no Brasil.

- Alvará de 23 de agosto⁵: Criou o Tribunal Real do Comércio, Agricultura, Fábricas e Navegação.

- Alvará de 12 de outubro: criação do Banco do Brasil para servir, além de banco comercial e emissor de papel-moeda, como fonte de captação monetária a fim de tornar possível a manutenção da corte e da família real recém-chegada no Brasil. O Banco é conhecido como a primeira sociedade constituída por ações no País. Quando D. João VI retornou a Portugal, juntamente com sua corte, o banco foi extinto após 20 anos (findou o prazo previsto de duração).

² BULGARELLI, Waldirio. Direito Comercial. 12 ed. São Paulo: Atlas, 1997.

³ “Carta Régia de 28 de Janeiro de 1808: [...]Primo: Que sejam admissíveis nas Alfandegas do Brazil todos e quaesquer generos, fazendas e mercadorias transportados, ou em navios estrangeiros das Potencias, que se conservam em paz e harmonia com a minha Real Corôa, ou em navios dos meus vassallos, pagando por entrada vinte e quatro por cento; a saber: vinte de direitos grossos, e quatro do donativo já estabelecido...”

⁴ “Alvará de 1º de abril de 1808: [...]sou servido abolir e revogar toda e qualquer prohibição que haja a este respeito no Estado do Brazil e nos meus Dominios Ultramarinos e ordenar que daqui em diante seja licito a qualquer dos meus vassallos, qualquer que seja o Paiz em que habitem, estabelecer todo o genero de manufacturas, sem exceptuar alguma, fazendo os seus trabalhos em pequeno, ou em grande, como entenderem que mais lhes convem; para o que hei por bem derogar o Alvará de 5 de Janeiro de 1785 e quaesquer Leis ou Ordens que o contrario decidam, como se dellas fizesse expressa e individual menção, sem embargo da Lei em contrario.”

⁵ “Alvará de 23 de agosto de 1808: [...] Haverá nesta Côrte um Tribunal, que sou servido crear, que se denominará Real Junta do Commercio, Agricultura, Fabricas e Navegação deste Estado e Dominios Ultramarinos [...]”.

O Código Comercial foi promulgado em 1850, após 16 anos de tramitação, cinco artigos tratavam das companhias constituídas por ações, os quais definiram a limitação da responsabilidade dos sócios, trouxeram novas hipóteses de dissolução.

Em 1860, foi promulgada a Lei 1.083, conhecida como “Lei dos Entraves”. Ela criou mais exigências para a criação de Sociedades Anônimas, além disso, reduziu fortemente a capacidade de emissão de notas de todos os bancos.

Tal lei foi resposta discutível em função do grande número de falências empresariais ocorridas na época. Dessa maneira, a Lei dos Entraves determinava que todas as Sociedades Anônimas deveriam solicitar autorização para o funcionamento tanto do governo quanto do Conselho de Estado. As Sociedades que exercessem suas atividades sem a devida autorização, eram multadas e a cotação das ações só poderia acontecer depois de integralizar vinte por cento do capital social, enquanto, anteriormente, exigia-se a integralização de cinco por cento do capital social.

Tais medidas reduziram sensivelmente a abertura de empresas, bem como reduziram a circulação de moeda no País, como se pode verificar com a monopolização da emissão de moeda com o Banco do Brasil. Esse aparato normativo não foi suficiente para conter a crise que se instaurava no Brasil e culminou a quebra de bancos, conforme foi demonstrado na doutrina.

Após um período de forte restrição à abertura de capital, surgiu um movimento com o intuito de diminuir a intervenção estatal – através da autorização para constituir uma Sociedade Anônima. A livre constituição de sociedade só foi autorizada com a Lei nº 3.150, de 1882. A partir da promulgação da referida Lei, não havia necessidade de solicitar autorização estatal para constituir sociedade, entretanto, para escolha objeto a ser explorado havia a necessidade de autorização estatal.

Além da diminuição da intervenção estatal, a Lei dispôs sobre a circulação de ações, prazo dos mandados, crimes dos administradores e publicidade dos atos da sociedade.

Com a crise de 1929, o Brasil sentiu a redução drástica da entrada de capitais estrangeiros na economia local. Diante de tal fato, o governo se preocupou em desenvolver o mercado interno a fim de compensar a saída de capital estrangeiro e substituir as importações.

Nos anos seguintes, visando fortalecer o mercado de capitais brasileiro, o governo editou três decretos importantes, são eles:

1- Decreto 21.356, de 1932: instituiu as ações preferenciais;

2- Decreto 22.431, de 1933: regulou a comunhão de interesses dos portadores de debêntures;

3- Decreto 23.324 de 1933: possibilitou que os acionistas que representassem, ao menos, metade do capital social da empresa solicitar convocação de assembleia geral e também tornou nula a realização de assembleia sem convocação pública anterior.

Em 1945, após o fim da Segunda Guerra Mundial, o acordo de Bretton Woods, através dos países aliados, planejava a redefinição e reorganização das finanças internacionais. Houve a criação do Fundo Monetário Internacional e a criação do Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento – hoje, Banco Mundial. Em terras brasileiras, buscou-se o fortalecimento e desenvolvimento da poupança nacional e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Nessa corrente, a Superintendência da Moeda e do Crédito foi criada, em 1945, suas atribuições estavam voltadas ao controle do mercado monetário e fiscalização das instituições financeiras.

O mercado de capitais brasileiro, ainda assim, não se mostrava atrativo devido a inúmeros fatores, tais como a necessidade de créditos de longo prazo – não havia emissão de debêntures, pois os títulos da dívida privada eram emitidos em prazo de poucos meses. Os títulos da dívida pública eram adquiridos para cumprir formalidades nos contratos administrativos pelos fornecedores do Poder Público.

Diante do cenário nada propício ao desenvolvimento econômico, em 1948, a “missão Abbink” ficou responsável por elaborar estudos e propor medidas que estimulem o desenvolvimento da economia nacional. Os resultados apresentados no ano seguinte propunham a reforma da lei de sociedade por ações e a criação de órgão semelhante à *Securities and Exchange Commission*, dos Estados Unidos, visando estabelecer maior poder de polícia administrativa no

mercado de capitais, visando obter maior credibilidade e confiabilidade por parte dos investidores.

O sistema financeiro nacional foi reestruturado mediante a promulgação de duas importantes leis. A Lei 4.595, de 1964, tratou da reestruturação do Sistema Financeiro Nacional através de alterações nas instituições monetárias, bancárias e fornecedoras de crédito, além disso, determinou a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central. Outra lei que foi muito importante para o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro foi a Lei 4.728, de 1965, que deu nova cara o mercado de capitais.

Ainda tratando da Lei 4.595, de 1964, outro fato importante para o estudo do mercado de capitais foi a segmentação de competências do Conselho Monetário Nacional (CMN), ficando responsável por regular a criação e o funcionamento, além de fiscalizar essas organizações o CMN poderia aplicar sanções administrativas, disciplinar atividades dos corretores de fundos e as atividades da bolsa de valores em geral.

A Lei 4.728/65 veio com o intuito de renovar a atividade no mercado de capitais, diante do cenário completamente atrasado, se comparado com outros países. Os corretores mobiliários, por exemplo, eram nomeados pelo Estado, entretanto, não eram submetidos ao regramento de prestação de serviço do Poder Público, visto que a atividade exercida era tipicamente empresarial e ainda os cargos eram vitalícios e hereditários.

Com a promulgação da referida Lei, pretendia-se, conforme assevera Alfredo Lamy Filho⁶, modernizar o mercado de capitais, possibilitar a elaboração de um sistema de distribuição de títulos no mercado de capitais, criar um mercado de obrigações privadas de médio e longo prazos e acompanhar e fiscalizar, como ocorre nos Estados Unidos com a criação da *Securities and Exchange Commission*, as operações do mercado de capitais.

Conforme preconizava a Lei 4.728, de 1965, em seu artigo 5º, conforme se pode notar:

Art. 5º O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

⁶ LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

I - das Bôlsas de Valôres e das sociedades corretoras que sejam seus membros;

II - das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;

III - das sociedades ou emprêsas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;

IV - das sociedades ou emprêsas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12.

Já o art. 2º da Lei supra definiu as atribuições legais do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central em relação ao mercado de capitais, tais como: facilitar o acesso do público à informações sobre títulos ou valores mobiliários, proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários, evitar fraudes e manipulação com o intuito de criar condições artificiais da demanda e regular o exercício da atividade corretora de títulos e câmbio. Procurou-se dar a almejada proteção aos investidores e tornar o mercado de capitais mais atrativo, visando o fortalecimento da economia local.

No mesmo diapasão, no artigo 53 e seguintes, alterou-se a forma de tributação de imposto de renda nos rendimentos de títulos de crédito e ações, buscou-se conferir maior atratividade e benefícios aos investidores.

O Brasil viveu época de euforia que se estendeu até 1971, enquanto as pessoas desfaziam-se de imóveis e outros bens a fim de aplicar o dinheiro na bolsa de valores. Tamanha especulação no mercado mobiliário aumentou demasiadamente as chances de utilização de informações privilegiadas, criações de demanda artificiais e outros tipos de manipulação.

Ao fim do período dourado do mercado de capitais brasileiro, o prejuízo percebido pelos investidores foi enorme e o descontentamento convergiu para os intermediários e para os órgãos fiscalizadores, como o BACEN. Era notória a insatisfação quanto à fiscalização tida como ineficaz e pouco atuante. Surgiu um movimento para a substituição do BACEN como órgão fiscalizador e sancionador do mercado de capitais com o intuito de propiciar maior proteção aos investidores, através da reforma normativa no mercado de capitais.

Tomando uma postura mais progressista, após a criação da Comissão de Valores Mobiliários, pode-se notar que se buscou atender princípios que posteriormente seriam inseridos na nova Constituição de 1988, conforme demonstrou SANTOS⁷:

Tanto em relação ao mercado primário de ações, que viabiliza a captação de recursos da população em geral para aplicação na atividade produtiva por meio de emissão de ações pelas companhias abertas, quanto em relação ao mercado secundário, que propicia a negociação e, portanto a liquidez dos valores mobiliários já emitidos, a Constituição da República de 1988, especialmente em seu art. 174, embasa a intervenção do Estado no domínio econômico para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, a fim de compatibilizar o princípio da liberdade econômica e dos direitos e interesses sociais, difusos e coletivos.

Diante da pressão da sociedade, foi promulgada a Lei 6.385/76, criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e tratou sobre o mercado de valores mobiliários e a Lei 6.404/76 que tratava da normatização da sociedade por ações. Com isso, o mercado de capitais brasileiro ficou mais próximo daquilo que encontramos hoje.

A Lei 6.385/76 que criou a CVM foi fortemente influenciada pela doutrina americana, praticamente nos moldes da *Securities and Exchange Commission*, baseando-se no princípio da “*full disclosure*”, ou seja, a ampla e completa divulgação de informações ao mercado. Esse princípio será discutido mais profundamente no próximo capítulo.

Houve a discriminação, de acordo com a Lei 6.385/76, de diversas atividades que seriam disciplinadas e fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários, as atividades estão constantes no artigo 1º:

- [...]I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores;
- IV - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- V - a auditoria das companhias abertas;
- VI - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012. p. 105.

Com a publicação do diploma legal supra, por diversas vezes foi mencionada a expressão “valor mobiliário” e tornou-se importante conhecer o conceito visto que ele delimita a seara de aplicação da Comissão de Valores Mobiliários.

1.2 O conceito de valor mobiliário

Na legislação brasileira, o termo valor mobiliário foi utilizado pela primeira vez na Lei 4.728/65, lei essa que regulamentou e organizou o mercado de capitais no País. Não houve, entretanto, a definição da expressão “valor mobiliário”, a qual apareceu em diversas disposições.

Segundo MATTOS FILHO⁸, a definição da expressão valor mobiliários fez-se indispensável para delimitar a competência da CVM, em virtude da competência que se manteve com o BACEN, tanto no mercado financeiro quanto no mercado de capitais. Conforme ensina EIZIRIK⁹, conceituar valor mobiliário é muito difícil, visto que constitui um bem com características muito específicas.

Os valores mobiliários não possuem um valor intrínseco, não têm valor em si. Além disso, não são bens consumíveis, eles são emitidos, depois ofertados àqueles que desejam investir e podem ser negociados a preços diversos inúmeras vezes. Ainda que possam circular publicamente, eles atribuem direitos diferentes aos seus titulares e ainda são utilizados para diversos objetivos.

Por fim, EIZIRIK¹⁰ assevera que:

Por constituírem bens com características tão peculiares, é fundamental que os valores mobiliários estejam disciplinados em legislação especial, uma vez que as normas de direito civil, comercial ou mesmo as destinadas à proteção de

⁸ MATTOS FILHOS, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, a. 24, n59, p. 30-55, jul./set. 1985.

⁹ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henrique, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3.ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

¹⁰ *Op. cit.*, p. 27.

consumidores não são suficientes para garantir aos seus adquirentes uma efetiva proteção.

Tal motivo justifica o Estado disciplinar especificamente sobre a matéria na Lei 6.385/76, além disso, criar a Comissão de Valores Mobiliários para que fiscalize, discipline e regule, exclusivamente, o mercado de valores mobiliários.

A delimitação de tal conceito é instrumental, pois delimita a área de aplicação do diploma legal mencionado anteriormente e da regulação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários.

Resumidamente, conforme preceitua LOBO¹¹: “são valores mobiliários os documentos referidos na enumeração do art. 2º, I a VII, da Lei 6385/1976 e os que enquadrarem no conceito de título ou contrato de investimento coletivo estabelecido no art. 2º, IX, da Lei 6.385/1976”.

Historicamente, a Suprema Corte Americana, no julgamento de *SEC v. Howey Co.*, definiu o conceito de *security* que balizou o entendimento no Brasil. São elementos constantes na *Howey definition*: o investimento em dinheiro, o empreendimento comum, a expectativa de lucro e resulta do esforço de terceiros.

O caso foi bem explicado por EIZIRIK¹²:

(...) aponta-se como *leading case* da conceituação de *investments contracts* o famoso julgamento ocorrido nos Estados Unidos, em 1946, do caso *SEC v. W.J.Howey & Co*, que versava sobre a venda de terrenos a centenas de pessoas por uma companhia e a sua subsidiária – a Companhia *Howey* e a *Howey-in-the-Hills Service Company*, respectivamente –, com a assunção do compromisso de, em contrapartida, prestar serviços de plantio da terra e comercialização dos produtos colhidos.

A Suprema Corte entendeu que a oferta de tal oportunidade de negócio, a um número elevado de pessoas, não constituía uma simples venda de terras para plantio. Em verdade, caracteriza a oferta de um ‘contrato de investimento’, ou seja, de *securities* e, portanto, deveria ter sido previamente registrada na *Securities and Exchange Commission*.

¹¹ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Valores Mobiliários. Revista de Direito Bancário. Ed. 36/2007 – abr-jun2007.

¹² EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henrique, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3.ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

O Tribunal concluiu que esta operação envolvia ‘contrato de investimento’, uma vez que os compradores dos lotes de terra, ao aceitarem a oferta da Companhia *Howey* e de sua subsidiária, investiam de forma passiva em um negócio dirigido por terceiros, na expectativa de lucrarem com tal transação.

Dessa forma, *securities*, no direito norte-americano, são, não somente os títulos emitidos tradicionalmente por uma sociedade anônima, mas também todo contrato de investimento contendo os elementos da *Howey definition*.

No País, o legislador só passou a adotar o entendimento norte-americano de *security*, depois da Medida Provisória n. 1.637/1998¹³. Até então, o entendimento nacional era influenciado pela corrente francesa que dava um caráter restrito à noção de valor mobiliário.

A supracitada medida, posteriormente foi convertida na Lei 10.198/2001, ela definiu que as espécies de investimentos ali elencadas estariam sujeitas ao regime da Lei n. 6.385/1976. Foi notável tal definição pelo legislador, visto que não houve a simples enumeração de valores mobiliários, conferindo uma definição mais ampla.

De forma suplementar, ao editar a Lei n. 10.303/2001, o legislador decidiu sistematizar o rol de valores mobiliários incorporando o conceito mais abrangente e moderno, constante na Lei 10.198/2001.

Ainda sobre o mesmo tema, EIZIRIK¹⁴ definiu os benefícios da definição mais abrangente do conceito de valores mobiliários:

A vantagem da adoção desta acepção mais ampla de valores mobiliários, ao invés de mera enumeração, é que assim, evitar-se-á a reformulação periódica da legislação sobre o mercado de capitais. O alargamento do conceito de valores mobiliários tem o condão de incluir as situações futuras em que serão ofertados novos produtos ao investidor, tendo sido, por via de consequência, aumentado o âmbito de atuação e fiscalização da CVM.

¹³ A partir da leitura do primeiro artigo da Medida Provisória, nota-se a forte influência norte-americana na definição do conceito de *security*, citando os elementos de identificação do *Howey definition*: “Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

¹⁴ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henrique, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3.ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

Nesse contexto, o Colegiado da CVM já mencionou¹⁵ que o entendimento do artigo 2º da Lei 6.385/1976 é meramente exemplificativo, como se nota:

Esse novo conceito pode-se dizer que representou verdadeira revolução copérnica na regulação do mercado de valores mobiliários (...), pois significa o abandono de uma concepção fechada de valor mobiliário, para a adoção de uma concepção funcional-instrumental do que seria valor mobiliário, acabando por alargar sobremaneira sua definição, bem como a competência da CVM.

Incorporou-se, então, na realidade brasileira substancialmente o conceito de “security” do direito norte-americano (...).

a definição do art. 2º tem conteúdo meramente instrumental, para fins de, conjugado com os demais artigos da Lei n. 6.385, e principalmente o seu art. 1º, conferir competência à CVM para regular a negociação dos títulos e instrumentos ali mencionados quando realizada no mercado ou quando se inserir em oferta pública.

Com a edição da Lei n. 10.303/2001, não há mais necessidade da CVM ou do CMN, através de edição de normas regulatórias, incluir outros valores mobiliários no rol de valores, visto que a definição mais abrangente e flexível dos conceitos de contrato de investimento coletivo e derivativos tornou desnecessário para o legislador elencar mais espécies de valores mobiliários. Tornando a relação constante no artigo 2º da Lei 6.385/1976 exaustiva, o que significa que não é permitido que esse rol seja aumentado através de normas regulamentares.

A definição ampla de valores mobiliários, trazida pelo legislador, ofereceu a possibilidade da legislação acompanhar as mudanças e inovações no mercado e, sendo precisa, trouxe a previsibilidade e a segurança necessária aos investidores.

A conceituação de valor mobiliário é importantíssima para definir o âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários na seara fiscalizatória e na sancionatória do mercado de capitais.

¹⁵ No julgamento do Processo CVM n. RJ 2003/0499, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 28-08-2003.

1.3 A transparência no mercado de capitais – o princípio da *full disclosure*

Como define Roberto Quiroga Mosquera¹⁶, o Mercado de Capitais é regido por diversos princípios, sendo que os princípios que apresentam relação com o mercado de valores mobiliários são o princípio da proteção da mobilização da poupança nacional, proteção da economia popular, proteção da estabilidade financeira e a proteção da transparência das informações. O último princípio, em virtude do tema proposto, será discutido profundamente para oferecer os alicerces necessários para o desenvolvimento do presente trabalho.

O principal objetivo do mercado de valores mobiliários é possibilitar o encontro de poupadores e investidores de modo que ocorra a transferência de recursos, oportunizando o crescimento dos agentes econômicos, de tal forma que torne viável o desenvolvimento socioeconômico.

Para que tudo isso seja oportunizado, é necessário que os investidores tenham confiança no mercado e isso depende do grau de eficiência do órgão fiscalizador/sancionador. Nesse caso, deve a Comissão de Valores Mobiliários garantir ao investidor o amplo acesso às informações para que se conheça os riscos do investimento realizado. Assim, o exercício do poder regulatório da CVM tem por objetivo assegurar a eficiência e confiabilidade.

Como definiu SANTOS¹⁷:

(...) a confiabilidade e a eficiência são, portanto, requisitos fundamentais para a existência e para o pleno e regular desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Aliás, é inclusive em razão disso que o princípio fundamental que informa a atuação da CVM é o do full and fair disclosure, de inspiração, como se sabe, norte-americana, e que foi adotado quando da instituição da nossa inspiradora Securities and Exchange Commission – SEC.

¹⁶ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, *in* Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais, volume I. São Paulo: Dialética, 1999, p. 263-271.

¹⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade. Revista de Direito Bancário. RDB 34/2006. Out/dez/2006.

São algumas características inerentes às informações do mercado de valores mobiliários: a) autenticidade b) simples acessos aos investidores c) oportunidade de conhecimento a tempo de informações que interessem os investidores e potenciais investidores.

Através de tais características, percebe-se que o risco envolvido no investimento no mercado de valores mobiliários diminui conforme as informações relevantes sobre o tipo de operação a ser realizada são postas à disposição do público geral. Deste modo, conforme define a Comissão de Valores Mobiliários em seu sítio¹⁸:

(...) assegurar a disponibilidade tempestiva das informações sobre os negócios com valores mobiliários e sobre as companhias que os tenham emitido constitui a pedra angular da normatização no mercado e tem sido a base da política de regulação da Comissão de Valores Mobiliários. Ao determinar, em suas normas, que os diversos protagonistas do mercado prestem um amplo conjunto de informações sobre seus negócios e suas atividades, a CVM assegura àquele que procura o mercado as condições essenciais para a avaliação do risco das operações, sem incidir em perigosos julgamentos de valor.

Além da necessidade de divulgação da informação, a Comissão de Valores Mobiliários também deve zelar pela fidedignidade e todo o processo que envolve a propagação das informações com o intuito de conferir eficiência e confiabilidade ao mercado.

A respeito do modo de divulgação das informações o Caderno da CVM¹⁹ ensina que:

Um sistema de informações deficiente permite que a reação dos preços ocorra com grande defasagem em relação ao fato que gerou a informação, retardamento que se reflete não só na eficiência do sistema em si, como também no processo de alocação de recursos. Além disso, um sistema insatisfatório possibilita o acesso privilegiado a informações por alguns, que obtêm, assim, ganhos extraordinários em detrimento de terceiros menos informados.

No mercado ideal, o que se espera é que a performance do investimento seja auferido com a interpretação das informações encontradas no mercado e não no custo de ter acesso privilegiado a elas.

¹⁸ Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/Caderno1.pdf>> Acessado em 05/05/2013, p. 17

¹⁹ Comissão de Valores Mobiliários, Cadernos CVM – O que é a CVM, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/Caderno1.pdf>> Acessado em 05/05/2013, p.18.

Observando a necessidade de alimentação do mercado com informações relevantes das companhias é que ganha força o princípio da *full disclosure*, elaborado nos Estados Unidos e adotado no País como princípio da informação completa.

O esboço do sistema de *full disclosure* foi exposto pela primeira vez em 1914, com o juiz da Suprema Corte americana, Louis D. Brandeis que solicitava mais transparência nas informações que alimentavam o mercado de capitais. Conforme cita COMPARATO²⁰: “Era a profilaxia do mercado, por meio da mais ampla e completa informação ao público. Na frase citada, ‘assim como a luz solar é tida como o melhor dos desinfetantes, a luz elétrica é o mais eficiente policial’”. Brandeis acreditava que o investidor, munido das informações necessárias, poderia escolher a melhor forma de investimento partido dos seus próprios interesses.

Esse modelo americano de fiscalização ganhou força após o *crash* da Bolsa de Nova Iorque, por conta de entusiasmo geral de investidores desinformados quanto ao mercado de capitais. O referido sistema torna o Estado o mediador entre as companhias e os investidores, para que aqueles sejam obrigados a prestar um nível razoável de informações àqueles que pretendem alocar seu capital em algum investimento.

O princípio da *full and fair disclosure* surgiu é importantíssimo para manter o funcionamento, garantir a confiabilidade e a segurança do mercado de valores mobiliários. O princípio preceitua que ao divulgar informações relevantes sobre a companhia o investidor tem mais segurança e embasamento para escolher seus investimentos. Nesse entendimento, a qualidade das informações fornecidas para o mercado torna possível que o investidor realize uma avaliação mais profunda das companhias, acarretando uma precificação mais próxima do preço justo.

No País, a necessidade de alimentar o mercado com informações confiáveis já era perceptível antes da própria criação da Comissão de Valores Mobiliários, com a Lei 4.728/1965. Essa Lei traçou os objetivos da intervenção estatal no mercado de valores mobiliários, traçando

²⁰ COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. Revista de Direito Mercantil, Vol 49. p.58

como alguns dos objetivos²¹: a) a facilitação do acesso público a informações sobre os valores mobiliários, b) a proteção dos investidores contra emissões fraudulentas ou ilegais de valores mobiliários, c) a inibição da criação artificial de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários e d) a manutenção de práticas comerciais equitativas por quem exerça função de intermediação na distribuição ou mediação de valores mobiliários.

Com a Criação da CVM, o artigo 4º, VI, da Lei 6.385/1976 contemplou o princípio da *full disclosure* à medida que define como uma das atividades fins da Comissão de Valores Mobiliários “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que se os tenham emitido”.

Também nota-se a presença do princípio da *full disclosure* na edição da Lei n. 6.404/1976, a Lei das Sociedades Anônimas, em seu artigo 157, parágrafo 4º, determina que os administradores de companhia aberta devem informar à bolsa de valores e divulgar na imprensa qualquer deliberação da assembleia ou de órgãos da administração da companhia ou mesmo qualquer fato que possa influenciar, de modo ponderável, a decisão dos investidores.

Apesar de o princípio da ampla divulgação de informações ter assumido tamanha importância para a regulação do mercado de valores mobiliários, resta ainda essencial que órgãos regulatórios e fiscalizadores atuem com o intuito de conferir confiabilidade e segurança às operações de mercado, conforme será discutido no capítulo posterior.

²¹ TRINDADE, Marcelo F. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais. In: JAIRO SADDI (org.). Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p.308.

2. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1 A importância da regulação no mercado mobiliário

Em princípio, é interessante atentar-se à definição de regulação antes de adentrar no assunto. Com base na definição de EIZIRIK²², depreende-se que:

A regulação de determinada atividade importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. Com efeito, num modelo puro de economia de livre mercado, a ordem jurídica não estabelece uma regulação da conduta dos participantes, restringindo-se a disciplinar os direitos de propriedade e as relações contratuais, sem, porém limitar o direito do proprietário de usar o bem, ou estabelecer exigências com relação ao conteúdo dos contratos

Assim, as normas poderão ser tidas como reguladoras na medida em que limitem a liberdade dos participantes do mercado, que quanto à conduta, quer quanto aos bens negociados. A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é usualmente denominada “auto-regulação”, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quanto contida em normas legais ou regulatórias, que caracterizam uma intervenção do estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador.

Tendo em vista que o mercado de valores mobiliários realiza importante troca de capital entre investidores e poupadores, depreende-se que o desenvolvimento do mercado de capitais está ligado diretamente ao desenvolvimento econômico do País. Um mercado mal regulado não propicia transferência eficiente de capitais e prejudica o crescimento nacional.

A regulação do mercado de valores mobiliários tem por objetivo fornecer condições de acesso ao mercado para investidores, oferecer condições de exercício de atividades no mercado, reprimir atitudes de administradores e intermediários financeiros que objetivem prejudicar atores do mercado de valores e cobrar a prestação de informações relevantes das companhias para os investidores.

²² EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 15-16.

O objetivo principal da regulação do mercado de valores mobiliários é a constante busca pela eficiência no mercado mobiliário, o máximo retorno possível ao menor custo obtido. Ou ainda, complementando o conceito, de acordo com EIZIRIK²³ “os objetivos da regulação, orientados pelo interesse público, são os seguintes: proteção aos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; impedir a criação de situações de conflitos de interesse.”

Assim sendo, com a regulação eficiente no mercado mobiliário obtém-se a cotação de um título mobiliário baseado, tão somente, nas informações que estão disponíveis para os investidores no mercado. Levando-se em conta esse conceito, um mercado eficiente é aquele em que a divulgação de informação relevante refletirá na cotação do título no menor tempo possível.

Outro relevante fator que torna a regulação tão importante no mercado é o combate à concentração de poder econômico que tende a gerar distorções no mercado e ocasiona a diminuição da competição.

Nesse contexto, trazendo a visão de um autor português acerca do objetivo da regulação dos valores mobiliários, vê-se que:

(...) o objectivo da regulação financeira, independentemente do subsistema em análise, não deverá diferir do objectivo da política económica em geral, isto é, a procura da estabilidade macro-económica, da eficiência e da segurança. Se quisermos reduzir a uma palavra o que é hoje o mercado financeiro, escolheríamos a palavra confiança. Com efeito, e como já referimos, o mercado de capitais é o espaço onde se concedem direitos só exigíveis a longo prazo (lembramos os direitos inerentes às emissões de obrigações ou acções). Em face de uma crescente desmaterialização dos valores mobiliários, de frequentes crises financeiras com disseminação internacional, ou das bruscas alterações de expectativas, hoje muito comuns, parece inevitável que uma das formas possíveis de manter ou consolidar a relação de confiança entre todos os agentes do mercado, será a via da regulação. Nesse sentido parece ser objectivo da regulação a criação ou manutenção das condições favoráveis à estabilidade ou aprofundamento dos laços de confiança existentes entre os diversos agentes do mercado.²⁴

²³ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 20.

²⁴ DUQUE, João. A regulação do sistema de valores mobiliários – Uma abordagem pela teoria financeira. Acessado em 28-05-2013. Disponível em: <

Os órgãos reguladores devem atuar de maneira que exijam a divulgação de informações equitativa, transparente e acessível a todos os atores do mercado de capitais – com base no *full disclosure*.

Partindo do mesmo entendimento EIZIRIK²⁵ diz que:

(...) a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, assim como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação do mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários adota o sistema de auto-regulação para certas atividades do mercado mobiliário. Ao instituir esse modelo, o objetivo da CVM é melhorar a eficiência da regulação do setor, visto que evita a centralização do poder de fiscalizar e elaborar normas.

Conforme consta no “Caderno da CVM”²⁶, a auto-regulação está baseada nos seguintes fundamentos:

- A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica custos excessivamente altos quando se busca aumentar a eficiência e abrangência dessa ação.
- Uma entidade auto-reguladora, pela sua proximidade das atividades de mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior presteza e a custos moderados.
- A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo-se a necessidade de intervenção do órgão regulador.

Tais prerrogativas demonstram a preocupação do órgão fiscalizador em conferir mais eficácia às normas, visto que são elaboradas pelos próprios participantes do mercado, baseando-

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/762e55835ae542f9a9318c9961cc8f1aRegulacaodoSistema.pdf>> p. 12.

²⁵ EIZIRIK, *op. cit.* 2011: p. 21.

²⁶ Cadernos da CVM, Janeiro de 2009. Acessado em 19-05-13. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/Caderno1.pdf>> p. 15.

se na experiência de atuação no negócio. Sendo assim, flexibiliza-se e adequa-se às mudanças de mercado de forma mais rápida.

2.2 A Comissão de Valores Mobiliários e suas características

A estrutura do mercado financeiro nacional passou do modelo bipartido, da Lei n. 4.728/1965²⁷, para o modelo tripartido da Lei n. 6.385/1976, com a criação da Comissão de Valores Mobiliários. Ficando evidente a distinção de objetos, de um lado o mercado financeiro *stricto sensu* e, de outro, do mercado de capitais. O Conselho Monetário Nacional manteve o papel de órgão superior e, assim, ditando as políticas que devem ser observadas nos dois mercados²⁸.

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei 6.385/1976 coube a ela disciplinar, fiscalizar e aplicar sanções na seara do mercado de valores mobiliários. A CVM, de autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, passou a ser uma entidade autárquica em regime especial, passando a ser considerada uma agência reguladora, com a edição da Medida Provisória n. 8, que foi convertida na Lei 10.411/2002²⁹. A diretoria e o presidente são nomeados pelo Presidente da República, conforme consta no artigo 5º e 6º da lei 6.385/1976³⁰. Ela tem competência para regulamentar respeitando o limite decrescente do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central.

²⁷ Art. 1º Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.

²⁸ MARCELO FERNANDEZ TRINDADE, o PAPEL DA CVM E O Mercado de Capitais. In: JAIRO SADDI (org.). Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos. São Paulo, IOB, 2002, p. 305.

²⁹ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

³⁰ Art 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda.

Art 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

Na definição de fundamentos e princípios da CVM³¹ fez-se uma ótima descrição da importância da regulação no mercado de valores mobiliários, a saber:

A implementação de uma política de regulação, na medida que se pretenda dotá-la de consistência e coerência na sua aplicação, requer prévia definição de seus fundamentos básicos, em função dos quais serão elaborados os atos emanados da autoridade reguladora.

A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas com um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade como na economia a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro desse contexto é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo.

A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado.

Os requisitos fundamentais para a existência e o desenvolvimento regular do mercado de valores mobiliários são a eficiência e a confiabilidade. Por essa razão que o princípio da *full and fair disclosure* embasam a existência da Comissão de Valores Mobiliários.

³¹ Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: fundamentos e princípios, p.3. Acessado em 28/05/2013 <
<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>>

Nesse contexto, é salutar transcrever um trecho elucidativo das diretrizes fixadas pela CVM³²:

Abrem-se duas grandes opções para a ação do órgão regulador, partindo-se do pressuposto de que as forças de mercado e os interesses particulares não são suficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente. A primeira é a de este órgão determinar quais as companhias elegíveis para a captação de recursos junto ao público, a partir de sua própria análise das informações por elas fornecidas, expondo aos interessados as razões que nortearam sua decisão. A segunda, escolhida pela CVM, é a de não exercer tal julgamento de valor, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações, por parte das companhias, ao público investidor. Este, com base nos elementos colocados a sua disposição, tomará a decisão de adquirir ou não valores mobiliários por elas emitidos.

A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para registro junto ao órgão regulador, que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. Paralelamente, a entidade reguladora exige alguns compromissos por parte das companhias que captaram recursos no mercado, prevendo a manutenção de um determinado fluxo de informações para os investidores atuais e potenciais.

Diante do exposto, percebe-se quão peculiar é o setor regulado pela Comissão de Valores Mobiliários e é necessário observar que diante da agilidade desse setor, a regulação necessita acompanhar com velocidade os acontecimentos de tal mercado, torna-se evidente que os processos legislativos tradicionais não acompanhariam com a devida celeridade o mercado de valores mobiliários.

Destarte, SANTOS³³ define a importância regulamentadora da CVM:

Desde que exercida ponderadamente e com fiel observância dos princípios, valores e *Standards* constitucional e legalmente fixados, entre os quais estão os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, de modo a atingir resultados eficientes (...) apresenta-se legal, legítima e essencial para o pleno e regular desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, com todas as óbvias e

³² Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: fundamentos e princípios, p.15-16. Acessado em 28/05/2013 <
<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>>

³³ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; et al. Notas sobre o poder normativo da comissão de valores mobiliários: CVM na atualidade. In: ARNALDO WALD (org.). Doutrinas Essenciais Direito Empresarial, Volume VII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 41-42.

positivas repercussões não apenas para os seus diversos participantes, mas também para a economia do país como um todo.

Já a definição do âmbito de competência é mencionada nos ensinamentos de EIZIRIK³⁴:

A CVM, como ente da Administração Pública, tem a sua atuação limitada pelos ditames legais. A Lei n. 6.385/1976 atribui-lhe competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas a determinado segmento do sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários. Dentre os quatro segmentos compreendidos no sistema financeiro nacional – o de crédito, o monetário, o de câmbio e o de valores mobiliários, este último encontra-se sob a fiscalização da CVM.

Nesse diapasão, o conceito de valor mobiliário é muito importante para a definição do âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários. O âmbito de atuação já foi ampliado por três vezes, através das Leis 9.457/1997, 10.198/2001 e 10.303/2010³⁵.

Levando-se em conta a natureza de agência reguladora, cabe a CVM fiscalizar, regular e impor sanções em todas as atividades referidas no artigo 1º, da Lei 6.385/1976, bem como organizar o funcionamento das operações na Bolsa de Valores e de Mercadorias e Futuros, visto que apresentam conceito de valor mobiliário.

À CVM também compete o poder de regulação de matérias expressamente previstas na Lei de Sociedades Anônimas e na Lei 6.385/1976, conforme artigo 8º, I³⁶. Quanto à competência para fiscalizar, EIZIRIK³⁷ explica resumidamente qual o âmbito de competência:

A competência para fiscalizar encontra-se prevista, de maneira genérica, no artigo 8º, III, da Lei n. 6.385/1976. As atividades expressamente contidas no artigo 1º da Lei estão submetidas à fiscalização permanente da CVM. Diversos dispositivos esparsos acrescem outros poderes à competência fiscalizadora da CVM, entre eles, o artigo 8º, V, que permite à CVM fiscalizar e inspecionar as companhias abertas; o artigo 9º, §1º, que relaciona as ações fiscalizatórias da CVM, de condutas fraudulentas que tenham produzido efeitos no território nacional, ainda que tenham sido praticadas fora do seu âmbito.

³⁴ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 263.

³⁵ Sobre esse assunto, ver item 1.2

³⁶ Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

³⁷ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 265.

Antigamente, entendia-se que a regulação estatal da economia, exercida através de autarquias da Administração Indireta sofria de uma inconstitucionalidade formal, visto que viola o princípio da separação dos poderes, tal conceito está ultrapassado, segundo a doutrina³⁸ ensina que:

(...) a superação da crença liberal clássica de que os mercados, apenas mediante sua auto-regulação, seriam capazes de ordenar a iniciativa privada para produzir riquezas sem qualquer intervenção do poder público passa a conferir ao Direito um papel eminentemente transformador, responsável por mudanças sociais e econômicas e pelo fomento da economia. Tal mudança ocorre, sobretudo, em virtude da atribuição de capacidade normativa a instâncias independentes que, dotadas de capacidade técnica, demonstram-se mais aptas a proferir decisões rápidas, eficientes e, acima de tudo, sem injunção política.

A atuação da CVM deve, por conseguinte, basear-se pela celeridade de seus atos, para tanto, precisa ser tratada como no sistema norte-americano – como instância regulatória que é, dotada de capacidade normativa, frente a conceitos indeterminados como condições artificiais de demanda, manipulação de preço, operações fraudulentas, práticas não equitativas, faz-se necessária a disciplina eficaz do mercado³⁹.

A CVM, pelas particularidades do mercado que ela normatiza, tem a atuação muito diferente de outras autarquias que tem pouca liberdade de atuação, não podem regular conduta nem inovar a lei. Dessa forma, o legislador cuidou, em 2001, de garantir a autonomia desejada ampliando a competência do referido órgão, passando a ser uma entidade autárquica em regime especial, tendo autonomia administrativa e não havendo subordinação hierárquica.

É desejável que a CVM atue, não só repressivamente, mas também preventivamente, com o intuito de impedir a execução de atos ilícitos no mercado mobiliário, protegendo o interesse dos investidores. Essa atuação preventiva está disposta na Resolução n. 1.065/1985, que define o âmbito de atuação dos órgãos de mercado e seus princípios básicos, conforme se pode notar:

4- A atuação do Banco Central rege-se pelos seguintes princípios básicos:

³⁸ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; *et al.* Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 270

³⁹ Id. 2011. p. 271

a) por força de sua ação preventiva e orientadora, poderá alertar a pessoa física ou jurídica fiscalizada para a falta observada, assinando-se-lhe, se for o caso, prazo razoável para saná-la.

A atuação preventiva pode, conforme o artigo 124, §5º, inciso I, a pedido de qualquer acionista, ocorrer com o aumento do prazo de antecedência para publicação do primeiro anúncio de convocação de assembleia geral em função da complexidade de determinadas operações que demandem maior prazo para análise dos dados.

A Comissão de Valores Mobiliários também pode também solicitar a interrupção do prazo de convocação de assembleia geral extraordinária, conforme o inciso II, por até 15 dias, com o intuito de conhecer e analisar as propostas que serão submetidas à assembleia.

Entretanto, ainda que seja evidente a ilegalidade, a Comissão de Valores Mobiliários comunicará, tão somente, à companhia os motivos do seu posicionamento. Nesse diapasão, EIZIRIK⁴⁰ explica por que a CVM deve apenas comunicar a companhia:

Em decorrência do princípio legal constitucional da legalidade, a CVM não poderá determinar que seu entendimento prevaleça na assembleia, nem poderá anular a deliberação da assembleia que vier a contrariar tal entendimento. Nestes casos, a CVM, se assim entender, pode dar início a processo sancionador, com direito a ampla defesa e observância do devido processo legal, visando punir os agentes que precederam da maneira considerada como ilegal.

A aplicação desse mecanismo justifica-se em virtude da constatação de evidente ilegalidade nas propostas submetidas à assembleia geral, não se admitindo que ela seja deferida em casos em que se alega a existência de abuso de poder de controle ou de erros na avaliações e informações colocadas à disposição dos acionistas, matérias estas que, por sua própria natureza, não podem ser decididas *a priori*, necessitando de uma maior dilação probatória.

Outra forma de atuação preventiva da Comissão de Valores Mobiliários é a manifestação de entendimento que tem por objetivo oferecer segurança ao mercado e encontram autorização expressa no artigo 13 da Lei n. 6385/1976, visto que “a CVM manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes de mercado de valores mobiliários ou qualquer investidor”.

⁴⁰ EIZIRIK, Nelson; *et al.* Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 273.

Tal atuação se fundamenta na divulgação de análises de possíveis violações ou ilegalidades no caso concreto. O intuito de tal manifestação é informar, através da divulgação nos mais diversos canais, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários sobre qualquer assunto que seja de sua competência. Em grande parte, essa manifestação é fruto de alguma consulta ou reclamação por parte dos investidores.

Por ser uma agência reguladora cabe a Comissão de Valores Mobiliários realizar fiscalização do mercado mobiliário com o intuito de reprimir e sancionar condutas lesivas, cerceando a liberdade individual em prol da coletividade.

A CVM tem respaldo legal para aplicar a lei repressivamente ou preventivamente, através dos meios instituídos pela Lei n. 6.385/1976. O artigo 9º outorga à CVM poderes para:

- a) examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos, etc.;
- b) intimar as pessoas arroladas para a prestação de informações;
- c) requisitar informações a outros órgãos públicos;
- d) determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações;
- e) apurar atos ilegais, aplicando-lhes penalidades previstas no artigo 11;
- f) suspender a negociação de valores mobiliários;
- g) suspender ou cancelar registros;
- h) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;
- i) proibir aos participantes do mercado a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular, chamado de *stop order*.⁴¹

2.3 O Processo Administrativo Sancionador

O direito administrativo sancionador, no mercado de capitais, decorre da previsão legal constante no artigo 174, da Constituição de 1988⁴². É o poder de polícia (normativo e

⁴¹ *Id.* 2011 p. 278

regulador) do Estado aplicado às atividades que os atores do mercado de valores mobiliário desenvolvem.

Conforme ensina EIZIRIK⁴³:

As garantias conferidas aos particulares decorrem da constatação de que o poder punitivo atribuído à Administração Pública somente pode ser considerado legítimo na medida em que se confira aos acusados em processos administrativos prerrogativas da mesma natureza daquelas existentes no âmbito do Direito Penal.

Embora inexistissem, até 1999, quando da edição da Lei n. 9.784 – que disciplinou o processo administrativo sancionador no âmbito da administração pública federal –, dispositivos específicos sobre a matéria, é inequívoco que as garantias assecuratórias do devido processo legal, em sua acepção mais ampla, sempre constituíram direito subjetivo público do acusado em qualquer processo administrativo sancionador, decorrente de dispositivo constitucional expresso (artigo 5º, inciso LV da Constituição Federal). O inciso LIV do artigo 5º da Constituição também estabelece que ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal.

Há, notadamente, uma preocupação em garantir aos particulares amplo direito de defesa em processos administrativos sancionadores, fato que se justifica dada a função que o órgão público ocupa, atuando como autor e juiz. Em função da particularidade dos processos sancionadores, é necessário que a administração respeite de maneira rigorosa os princípios que garantam ao particulares a ampla defesa.

Após breve justificativa da necessidade de observância, pela Administração Pública, dos princípios que garantam a ampla defesa, observando os ensinamentos de SANTOS⁴⁴, em relação à atuação sancionadora CVM e ao processo administrativo, entende-se que visa apurar *“atos ilegais e práticas não equitativas de administradores membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”*, de forma que a CVM poderá imputar aos infratores penalidades constantes no artigo 11, da Lei 6.385/1976.

⁴² “Artigo 174: Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

⁴³ EIZIRIK, Nelson; *et al.* Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 273.

⁴⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012. p. 183-184

Até o começo dos anos 90, a instauração de inquéritos administrativos necessitava da aprovação do Colegiado da Autarquia. Após a aprovação, um Superintendente era designado como o “Encarregado de Inquérito” que elaborava um relatório que servia de subsidio para que o Colegiado pudesse 1) realizar as diligências necessárias; 2) arquivar o processo; 3) responsabilizar o acusado, intimando-o para apresentação de defesa. Depois de exercer o direito de defesa, o Colegiado absolvía ou aplicava determinada sanção ao acusado.

O processo administrativo sancionador deve observar as disposições da Lei n. 9.784/1999, a qual define os princípios que balizam o processo administrativo federal, tais como: legalidade, motivação, finalidade, contraditório, proporcionalidade, segurança jurídica, publicidade e ampla defesa.

Procurando conferir maior celeridade ao procedimento sancionador, foi editada a Deliberação CVM n. 457/2002, que conferiu maior autoridade às Superintendências da Autarquia. Após a edição da deliberação supra, houve menor interferência nos trabalhos das Comissões de Inquérito, pois o Colegiado da CVM deixou de analisar os processos administrativos sancionadores (PAS), apenas concentrou-se no julgamento desses processos após a apresentação da defesa dos acusados.⁴⁵

Como preceitua SANTOS⁴⁶:

(...) na fase preliminar de investigação e até a formulação da acusação administrativa, retirou-se da esfera de atribuições ordinárias do Colegiado da CVM a decisão sobre a condução dos atos de investigação, ou sobre quais diligências deveriam ou não ser adotadas, visando à produção de provas necessárias para ampara eventuais imputações por infração às normas do mercado de valores mobiliários, o que, sob as perspectivas conceitual e prática, foi muito salutar, não apenas no sentido de se resguardar direitos e garantias fundamentais, mas também no de se fortalecer a própria Autarquia e o seu instrumental punitivo.

Ou seja, o Colegiado da CVM não mais exerce qualquer controle prévio desde a fase de investigação até a formulação da acusação administrativa, sendo impedida de manifestar-se,

⁴⁵ *Id.* 2012. p.186

⁴⁶ *Id.* 2012. p.186-187

por exemplo, excluindo pessoas inicialmente arroladas como responsáveis por atos ilícitos no mercado de valores mobiliários.

Assim, dividiu-se a função acusatória da função julgadora nos processos administrativos sancionadores, conforme ensina WELLISCH⁴⁷: *“dotando-se as Superintendências da Autarquia e as Comissões de Inquérito de autonomia para dar início a processos desta natureza, bem como para realizar todas as diligências instrutórias necessárias para dar amparo às acusações que viessem a ser formuladas em face dos administrados.”*

Ainda através da Deliberação CVM 457/2002, delegou-se à Superintendência Geral da CVM poderes para designar os membros de Comissões de inquérito e prorrogar o prazo de investigação, bem como comunicar-se com outros órgãos públicos quando for verificada a ocorrência de algum ilícito no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Após a Deliberação CVM 457/2002, outra alteração importante foi a criação da Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), para conduzir os processos administrativos juntamente com a Procuradoria Federal Especializada (PFE-CVM).

Posto isso, é importante ressaltar os benefícios advindos da evolução acima mencionada, como bem explica WELLISCH⁴⁸:

(..) além da manutenção de um corpo técnico específico de inspetores para a condução dos inquéritos administrativos, foi destacada uma equipe especializada de Procuradores Federais para a realização do necessário controle da legalidade, agora em tempo real. Ou seja, ao invés de uma atuação *a posteriori*, a PFE-CVM passou a exercer relevante e concomitante papel na própria instrução dos inquéritos, atuando, tal como expressamente previsto na regulamentação ora em vigor, em conjunto com a SPS para a efetivação da atividade sancionadora da CVM.

Com a implementação da SPS, a CVM tem como objetivo reduzir o tempo de tramitação dos processos administrativos – que durava, em média, 2 anos – e aprimorar a fiscalização do órgão.

⁴⁷ WELLISCH, Jula Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. A evolução do processo administrativo sancionador no âmbito da comissão de valores mobiliários. In: ARNALDO WALD (org.) Doutrinas essenciais Direito Empresarial, Volume VII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 615.

⁴⁸ Id. 2011. p. 615.

Os procedimentos administrativos sancionadores são regidos por dois tipos de procedimentos: o de rito ordinário e o de rito sumário. Aquele é disciplinado pela resolução 454/1977 e pela Deliberação CVM n. 538/2008, já esse é disciplinado pela Resolução CMN n. 1.657/1989, bem como pela Resolução CMN 2.785/2000 e pela Instrução CVM 251/1996 e 335/2000.

Versando sobre o procedimento ordinário em vigor, SANTOS⁴⁹

No âmbito dos mercados de capitais, a expressão Processo Administrativo Sancionador (PAS), considerada em sentido lato, engloba tanto a fase meramente investigativa e inquisitorial, denominada inquérito administrativo, como a fase contraditória do procedimento, ou processo administrativo sancionador *stricto sensu*, considerada esta como instaurada a partir da intimação do acusado para apresentação de defesa (§1º do art. 8º da Deliberação CVM n. 538/2008).

Tendo elementos que comprovem a autoria e a materialidade, conforme a Res. CMN n. 2.785/2000, a instauração do inquérito administrativo está dispensada, restando ao Superintendente o oferecimento de termo de acusação⁵⁰.

Tendo sido instaurado o inquérito administrativo, a Superintendência de Processos Sancionadores, juntamente com a Procuradoria Federal Especializada-CVM, deverá, via de regra, ser concluído em 90 dias, conforme artigo 4º da Deliberação CVM 538/2008. A jurisprudência entende, de maneira pacífica, que não há uma rigidez quanto ao prazo de 90 dias para concluir toda a investigação, visto que a própria lei apresenta prazo prescricional da pretensão punitiva em cinco anos, conforme a Lei 9.873/1999.⁵¹

⁴⁹ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Jylia Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012. p. 188.

⁵⁰ Vide Deliberação CVM 538/2008, Art. 8º: O termo de acusação será elaborado por qualquer das Superintendências da CVM quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes para o seu oferecimento.

⁵¹ A jurisprudência entende não acarreta nulidade a extrapolação do prazo de 90 dias, por ter natureza claramente dilatória, conforme os seguintes acórdãos do STJ: MS 9.807/DF, 3ª Seção, rel. Min. Paulo Gallotti, DJ 11.10.2007; MS 7.962/DF, 3ª Seção, rel. Min. Vicente Leal, DJ 01.07.2002.

Nesse contexto, WELLISCH⁵² ressalta que “tanto a Lei 6.385/1976 (art. 9º, §2º) quanto a regulamentação da CVM, conforme disposto na Deliberação CVM 481/2005 (arts. 2º e 5º), estabelecem a possibilidade de ser assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público”. Mesmo que no ordenamento jurídico brasileiro diga que os processos administrativos e os atos são públicos, em geral, conforme assevera o artigo 37 da Constituição de 1988.

Nessa mesma linha, SANTOS⁵³ preceitua que:

(...) no sistema constitucional brasileiro, não há direitos ou garantias, mesmo as fundamentais, que se revistam de caráter absoluto.

(...) O estatuto constitucional das liberdades públicas, ao delinear o regime jurídico a que estas estão sujeitas, permite que sobre elas incidam limitações de ordem jurídica destinadas a (i) proteger a integridade do interesse social e também a (ii) assegurar a coexistência harmoniosa das liberdades, dado que nenhum direito ou garantia pode ser exercido em detrimento da ordem pública ou com desrespeito aos direitos e garantias de terceiros.

Sendo assim, nota-se que a Constituição Brasileira permite que os direitos fundamentais sofram restrições, caso haja compatibilidade com o interesse social, interesse da justiça ou do interesse público. Ou seja, sempre existe a chance de que a Comissão de Valores Mobiliários realize os procedimentos investigativos preliminares de maneira sigilosa caso esse sigilo seja imprescindível para o esclarecimento dos fatos.

Não obtendo provas suficientes para embasar a acusação ou a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) e a Procuradoria Federal Especializada se convencerem de que não há infração ou houve a prescrição, deve-se propor o arquivamento.⁵⁴

O termo de acusação, tal como acontece no direito processual penal, é uma peça acusatorial elaborada pelo departamento técnico da CVM. O termo atribui responsabilidade ao participante do mercado por descumprimento de determinada norma regulada pela própria

⁵² WELLISCH, Jylia Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. A evolução do processo administrativo sancionador no âmbito da comissão de valores mobiliários. In: ARNALDO WALD (org.) Doutrinas essenciais Direito Empresarial, Volume VII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 617.

⁵³ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *et al.* Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012. p. 188.

⁵⁴ Vide Deliberação CVM n. 538/2008, art. 7º.

Comissão de Valores Mobiliários. Nesse termo devem ser mencionados o nome e a qualificação dos acusados, a descrição dos fatos investigados, o elementos que comprovem a autoria e materialidade dos atos ilícitos, além disso, as regulamentações ou os dispositivos que foram infringidos, com base no artigo 6º, da Deliberação CVM 538/2008.

Ainda em relação à peça acusatória, WELLISCH⁵⁵ ressalta a importância “de relatar análise individualizada da conduta de cada um dos acusados, da narrativa dos fatos que demonstre a materialidade das infrações e de remissão expressa às provas respectivas – constou inicialmente da Deliberação CVM 504, de 12.05.2006.”

Formulada a acusação administrativa, é obrigatório constar que os acusados poderão apresentar Termo de Compromisso⁵⁶, conforme aduz o artigo 11, §5º, da Lei 6.385/1976, exceto em atos ilícitos relacionados com a Lei n. 9.616/1998, relativa a lavagem de dinheiro.

Os autos são encaminhados, após a apresentação das defesas, ao Colegiado, para que seja sorteado um Diretor Relator. Conforme o artigo 25 da Deliberação CVM 538/2008, “o Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica” e intimá-los para realizarem suas defesas, no prazo de 30 dias, a partir do recebimento da intimação.

Dessa forma, o acusado realizará a sustentação oral, após a leitura do relatório, caso a Procuradoria Federal Especializada também se manifeste, o acusado terá, novamente, oportunidade de esclarecer o tema da manifestação.

⁵⁵ WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. A evolução do processo administrativo sancionador no âmbito da comissão de valores mobiliários. In: ARNALDO WALD (org.) Doutrinas essenciais Direito Empresarial, Volume VII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 617.

⁵⁶ O Termo de Compromisso no mercado de capitais constitui título executivo extrajudicial (...) pode ser celebrado em qualquer fase do procedimento no âmbito da CVM. (...) Para a celebração do termo de compromisso, o Colegiado da CVM considera, inclusive por força do art. 9º da Deliberação CVM n. 390/2001, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto. (...) tanto o Colegiado quanto o Comitê de Termo de Compromisso examinam não somente o atendimento dos requisitos legais necessários à celebração do ajustamento, como também a sua adequação à proporcionalidade entre os compromissos assumidos e a reprovabilidade da conduta imputada aos proponentes, evidenciando-se, assim, de maneira bastante clara e transparente, o juízo de oportunidade e conveniência inerentes à celebração do ajuste de que se cuida. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *et al.* Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012, *passim*.

Cabe à CVM aplicar aos infratores, com base no artigo 11, da Lei 6.385/1976:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Ao acusado, será dado conhecimento da decisão, por escrito e, tendo interesse em recorrer, ele terá 30 dias para encaminhar a petição ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Além do procedimento ordinário, a Comissão de Valores Mobiliários recebe também os ritos sumários. São aplicáveis às infrações de natureza objetiva e de multa que não ultrapasse R\$100.00,00, exceto em casos de reincidência ou em casos em que ocorrer concurso entre infração grave e de natureza objetiva.

O rito sumário pode ocorrer em três instâncias administrativas, são elas: a) decisão monocrática do Superintendente, b) possibilidade de recurso ao Colegiado da CVM e c)

oportunidade de outro recurso encaminhado ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Por se tratar de um rito sumário, há uma crítica quanto ao número de recursos possibilitados ao acusado, dado o objetivo de conferir celeridade ao rito processual supra. A respeito desse tema, WELLISCH⁵⁷ acredita que:

(...)os processos sob o , além de envolverem infrações de menor potencial ofensivo e em relação às quais somente pode ser aplicada multa pecuniária de até R\$100.000,00, não deveriam mesmo demandar uma terceira análise no âmbito da Administração Pública, pelo simples fato de que isto descaracteriza por completo a própria natureza sumária do procedimento. A apreciação pelo Superintendente e o julgamento de recurso pelo Colegiado da CVM parecem mais do que suficientes para estes casos de menor monta, respeitados, inclusive, todos os direitos e garantias constitucionais e legais.

Pelo que foi apresentado, mostra-se que o sistema normativo, fiscalizatório e sancionatório brasileiro desenvolve-se de maneira consistente e busca moldar-se à evolução do mercado e da sociedade.

Através de coordenação de esforços dos órgãos que realizam o controle e a fiscalização do mercado mobiliário, almeja-se conferir maior efetividade ao regime sancionador com a união de forças de diversos órgãos nacionais e internacionais, conforme se nota no artigo 10 da Lei n. 6.385/1976:

Art. 10. A Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar convênios com órgãos similares de outros países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País ou no exterior.

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá se recusar a prestar a assistência referida no *caput* deste artigo quando houver interesse público a ser resguardado.

§ 2º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, às informações que, por disposição legal, estejam submetidas a sigilo.

⁵⁷ WELLISCH, Jula Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. A evolução do processo administrativo sancionador no âmbito da comissão de valores mobiliários. In: ARNALDO WALD (org.) Doutrinas essenciais Direito Empresarial, Volume VII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 626.

Assim, deve-se destacar a elaboração de memorandos de entendimento (*MOUs*) celebrados pela CVM outros órgãos de países diferentes, mas que desempenham função semelhante no mercado de valores mobiliários. Um exemplo dessa cooperação é a elaboração de memorandos que a CVM desenvolve com a *Securities and Exchange Commission*, órgão regulador norte-americano, atuando, inclusive, no âmbito da execução das regras aplicáveis ao mercado mobiliário.

Ressaltando a importância da coordenação de esforços no âmbito do regime sancionados do mercado mobiliário, SANTOS⁵⁸ elogia “(...) a postura institucional da CVM de, cada vez mais, estimular e buscar a mais ampla interação possível entre órgãos internos ou externos, públicos ou privados, que atuem na supervisão ou na fiscalização do mercado de capitais nos âmbitos nacional ou internacional.”

Entendendo que um mesmo fato pode configurar a violação de uma pluralidade de normas em diferentes instâncias e jurisdições, percebe-se a importância da Comissão de Valores Mobiliários realizar acordos de cooperação com os mais diversos órgãos para viabilizar “a adoção de providências conjuntas, nas vias administrativa, civil ou criminal, em prol dos participantes do mercado de capitais e da sociedade como um todo.”⁵⁹

Diante de tudo aquilo exposto sobre o processo sancionador da CVM, WELLISCH⁶⁰ conclui que:

Pode-se afirmar que a atuação sancionadora da CVM se desenvolve sob uma sistemática sólida, adequada e decorrente de um longo período de institucionalização e experimentação, a qual viabiliza a existência de todas as condições indispensáveis para que o Estado, os administrados e a sociedade em geral lidem com os ilícitos administrativos no âmbito do mercado de capitais de forma segura, equilibrada e efetiva, observando-se, fielmente, o ordenamento fundamental inerente aos estados democráticos de direito.

⁵⁸ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012. p. 267.

⁵⁹ Idem, p. 268.

⁶⁰WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. A evolução do processo administrativo sancionador no âmbito da comissão de valores mobiliários. In: ARNALDO WALD (org.) Doutrinas essenciais Direito Empresarial, Volume VII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 636.

Reconhecendo que o mercado tem algumas ineficiências intrínsecas e que há conflitos de interesses entre investidores e tomadores, é importante que o Estado se mostre presente para minimizar tais conflitos de interesse.

Ainda nesse contexto, o grande problema que insurge com o crescente poder da tecnologia eletrônica é a prevenção e controle de ilícitos praticados em escala global, pois os atores do mercado de capitais brasileiro não será, necessariamente nativo, estando sob proteção de ordenamentos jurídicos estrangeiros. Em virtude disso, cada vez mais os órgãos reguladores precisam de autonomia local para possibilitar a atuação interdependente das agências em escala global.

Percebe-se que a Comissão de Valores Mobiliários tenta adaptar-se às mudanças estabelecendo parcerias internacionais – os acordos de cooperação – e conferir maior agilidade ao processo sancionador, com a inserção do instituto do termo de compromisso, o qual extingue o processo sem julgar o mérito, sendo que o acusado compromete-se a cessar a prática de determinado ato ou indeniza eventuais prejuízos apurados.

3 O INSIDER E A UTILIZAÇÃO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS

3.1 Quem é o *insider* e o que é *insider trading*

O *insider* é uma expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano e é definido como a pessoa que tem acesso à informações relevantes, em virtude da ocupação de um cargo estratégico ou outra circunstância que possibilite o conhecimento prévio de dados importantes da situação e do futuro da companhia, tendo interesse de beneficiar-se negociando tal informação no mercado de capitais.

Como informações relevantes, entende-se aquelas que podem influenciar – positiva ou negativamente – a percepção do investidor em relação à companhia, quando levadas ao público.

Trazendo a definição europeia de informação privilegiada, com base na Diretiva n. 89/592 da CCE, em seu artigo 1º, entende-se que “a informação que não tenha sido tornada pública com carácter preciso relativo a um ou mais emitentes de valores mobiliários, ou de um ou mais títulos que, se tornada pública, seria susceptível de influenciar significativamente o curso deste ou destes títulos”.

Já a Instrução CVM n. 358/2002, considera como ato ou fato relevante qualquer decisão do acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou ainda qualquer ato ou fato que influencie de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários, na decisão de compra e venda dos investidores ou na decisão de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular dos valores mobiliários.

A CVM, contudo, já se manifestou no sentido de esclarecer – em processo administrativo sancionador – que o fato relevante deve ser levado em consideração, através de

avaliação de repercussão no valor da companhia. Assim, não importa se está ou não exemplificado no rol da Instrução supracitada⁶¹.

As informações privilegiadas não estão ao alcance do investidor, elas são restritas ao administrador da companhia ou a um grupo de pessoas. Nesse diapasão, PARENTE⁶² define que:

Em termos puramente doutrinários, ignorando-se portanto a legislação vigente em cada país, *insider*, em relação a determinada companhia, é toda a pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a “informações relevantes” relativas aos negócios e a situação da companhia.

Informações relevantes, doutrinamente, são aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores.

É importante ressaltar que a definição supra não conceituou completamente o termo *insider*. Cabe dizer que a informação deve ser relevante e restrita a uma pessoa ou um grupo de pessoas, sendo que se o restante dos investidores tivessem acesso a essa informação elas tomariam decisões diferentes das posturas já adotadas.

Internacionalmente, verifica-se que o conceito de informação privilegiada não se altera, por exemplo no direito italiano, entende-se por informação privilegiada, segundo SIRONI⁶³:

Le informazioni sono privilegiate se si verificano utti i seguenti requisiti:

- sono specifiche e di contenuto determinato; - no sono a disposizione del pubblico; - sono concernenti strumenti finanziari (o loro emittenti); - sono idonee, se rese pubbliche, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari cui si riferiscono.

Il reato di abuso di informazioni privilegiate si estende anche ai casi in cui:

- le operazioni basate su informazioni privilegiate siano compiute per interposta persona; - le informazioni privilegiate vengano comunicate a terzi, senza

⁶¹ Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2002/1822, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente. j. 06-05-2005.

⁶² PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “insider trading”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp>. Acessado em 27/03/2013.

⁶³ SIRONI, Andrea. L'esame scritto e orale per Promotore Finanziario. Editora Alpha Test. Acessado virtualmente em 15/05/2013. O link encontra-se nas referências.

giustificato motivo; - si consigli a terzi, sulla base delle informazioni privilegiate, il compimento di operazioni su strumenti finanziari;

Assim, conclui-se que as informações relevantes são aquelas referentes a determinada companhia que, se divulgadas, influenciarão positiva ou negativamente a cotação dos valores mobiliários de tal companhia.

Em relação ao sujeito ativo do *insider trading*, SANTOS⁶⁴ mostra que:

(...) é quem, em razão de ofício, tem acesso à informações privilegiadas e, portanto, tem o dever de guardar sigilo. Os sujeitos passivos são os titulares de valores mobiliários, os investidores do mercado mobiliário, a companhia emissora dos valores mobiliários objeto do ilícito, a CVM, enquanto órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais evidentemente afetado pela prática do crime, e a sociedade em geral, no âmbito da qual estão, por exemplo, pessoas que, também em razão desse delito, podem perder a confiança no mercado e deixar de nele investir, com nefastas consequências, inclusive, para o desenvolvimento econômico do país.

O artigo 13 da Instrução CVM n. 358/2002, elenca os possíveis *insiders*, a medida que menciona a companhia; os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, conselho fiscal, órgãos com função técnica ou consultiva, ou quem, em virtude de ocupação de cargo, função ou posição na companhia tenha conhecimento de fato relevante ou informação privilegiada. Além do exposto, o referido artigo veta a negociação por aqueles que detenham informações importantes, tendo conhecimento da sua confidencialidade.

A Lei 6.404 de 1976, em seus artigos 155 e 157, elaborou a estrutura legal de prevenção e repressão do *insider trading* no mercado brasileiro. Examinando-a, nota-se forte influência do direito norte-americano, em função da obrigação de informar ou abster-se de fazer uso de informação relevante em benefício próprio. Tendo o administrador posse de informações relevantes que afetarão a decisão de investimento do público, é obrigação revelar tal fato ao mercado, em função da observação do princípio do *disclosure*.

Já EIZIRIK⁶⁵ define o *insider trading* da seguinte forma:

⁶⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012. p. 169.

⁶⁵ EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 50. 1983.

O *insider trading* é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão ‘por dentro’ de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim, o *insider* compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.

Três elementos são essenciais para a definição do ilícito configurado como *insider trading*, conforme COMPARATO⁶⁶ preceitua, são eles: a) a vantagem conseguida por pessoas ligadas à companhia; b) a negociação de valores mobiliários da mesma companhia e c) o uso da informação obtida e não divulgada ao mercado.

Complementando as definições de *insider trading*, SCALZILLI e SPINELLI⁶⁷ ensinam que:

O *insider trading*, ou o uso indevido de informação privilegiada, é a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia. Assim, o *insider* compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.

Finalmente, o artigo 27-D, da Lei 6.385/1976, incluído pela Lei 10.303/2001, trouxe a definição de crime para o uso indevido de informação privilegiada, como se pode verificar: “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.”⁶⁸

3.2 Uso de informação privilegiada e o prejuízo ao mercado de capitais.

⁶⁶ COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição. Revista de Direito Mercantil, São Paulo: v. 49, p.60, jan/mar, 1983.

⁶⁷ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A racionalidade econômica do combate aos *insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 147, p. 43, jul./set. 2007.

⁶⁸ BRASIL. Lei 6.385/1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm> Acessado em 12-4-2013.

No mercado de valores mobiliários, objetiva-se o lucro, obviamente. Auferir lucros, entretanto, baseado em fatos relevantes e sigilosos, constitui-se em um dos ilícitos mais devastadores do mercado de capitais, pois afeta diretamente a credibilidade e põe em cheque a confiança dos investidores em aplicar seus recursos nessa modalidade de investimento.

O objetivo da repressão e do aumento do poder de fiscalização do Estado visando inibir práticas ilícitas de *insider trading* é manter a confiança dos investidores na eficiência do mercado e também resguardar o princípio da igualdade de acesso às informações.

O *insider* ameaça a confiabilidade do mercado no regime de ampla divulgação de informações, definido com um dos basilares do mercado mobiliário brasileiro, o princípio do *full disclosure*. Quando há postergação do momento em que a informação será lançada no mercado, abre-se oportunidade para obter ganhos através da negociação de informação relevante da companhia.

Considerando o parecer CVM n. 001, de 18 de dezembro de 1979, observa-se que a Comissão de Valores Mobiliários acompanha o direito norte-americano no tocante à utilização de informações privilegiadas, utilizando a regra *disclose or abstain*, segundo o qual quem tem posse de fato relevante deve divulgá-lo ao público ou, caso não seja capaz de fazê-lo, deve abster-se de recomendar ou negociar valores mobiliários enquanto essas informações não forem divulgadas.

As razões econômicas que justificam a repressão ao uso de informações privilegiadas foram explicadas com clareza por EIZIRIK⁶⁹:

(...) estão relacionadas ao conceito de eficiência na cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Considera-se que o mercado é eficiente quando os preços das ações refletem todas as informações sobre as emissoras e os títulos negociados; quanto mais rápida for a reação dos títulos às novas informações, em princípio, mais eficiente será o mercado. O ideal, pois, é que a cotação dos títulos reflita apenas todas as informações publicamente disponíveis, o que se busca alcançar mediante normas que estabeleçam a obrigação de se divulgar todas as informações relevantes. A ampla divulgação de informações completa-se com um segundo princípio, dela decorrente: as informações devem estar disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem que os *insiders* possam utilizá-las antes de sua divulgação.

⁶⁹ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, p. 554. 2011.

Com base na questão ética, as razões que justificam a repressão à prática do *insider trading* são relacionadas a não observância do princípio da igualdade de acesso às informações. “Com efeito, há um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucro unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público.”⁷⁰

A utilização de informações privilegiadas possibilita a obtenção de retornos não condizentes com a realidade do mercado e, em contrapartida, prejudica todos aqueles que não souberam da informação, dada sua natureza sigilosa. Tal situação gera evidente desvantagem para o investidor comum, no momento de avaliar suas escolhas de investimento.

Trazendo uma análise dos *insiders* e como essas pessoas contribuem para denegrir a imagem e a confiança do mercado de capitais, SANTOS entende que:

Em suma, o comportamento desleal dos *insiders* ofende não só os direitos dos demais investidores, obviamente desprotegidos perante os grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas, mas também prejudica o próprio mercado, aniquilando a confiança e a lisura das relações nele estabelecidas, aspectos que constituem a sua base e propiciam o seu necessário desenvolvimento.

Quando a informação é pública, acessível aos compradores e vendedores, todos participam do mercado em condição de igualdade. (...) No entanto, quando um dos participantes do mercado atua com informações que somente ele detém, em detrimento do público geral, existe uma vantagem indevida. É um ganho fácil, desleal e ilícito, que afeta sensivelmente a credibilidade que deve permanentemente imperar no mercado de valores mobiliários.

A manifestação do presidente da sessão de julgamento, Marcelo Fernandez Trindade, no Processo Administrativo Sancionador CVM n. 18/2001, traz muita clareza na definição do prejuízo causado pela utilização de informações e a necessidade de reprimir tal ato⁷¹:

A CVM tem a missão legal de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado (art. 4º, inc. IV, "c", Lei 6.385/76). Esta é uma de suas responsabilidades mais fundamentais, porque é dela que dependerá o êxito de

⁷⁰ EIZIRIK, Nelson; *et al.* Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, p. 555. 2011.

⁷¹ Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n. 18/01. j. 04-11-2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2004/rordinario/inqueritos/18_01.asp> Acessado em 06-06-2013.

suas outras atribuições legais, notadamente, a de promover a aplicação da poupança dos investidores em valores mobiliários.

O mercado de capitais brasileiro só representará uma alternativa viável de financiamento para as empresas brasileiras, dando, assim, sua parcela fundamental de contribuição para o desenvolvimento do país, quando os investidores que aqui aportarem seus recursos confiarem no funcionamento adequado do mercado. Isso é algo que não depende apenas de política econômica e incentivos fiscais, assuntos com os quais nos vemos às voltas rotineiramente, mas, também, dos mercados serem ambientes confiáveis, honestos, onde não se corram riscos diversos dos inerentes ao mercado e, por isto, normalmente esperados.

O *insider trading*, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira, propostas pelo voto do Diretor Relator e por isso endossadas pelos demais membros do Colegiado.

Isso posto, convém destacar que a prática que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para um indivíduo, em negociação de valores mobiliários, que coloque em uma posição indevida de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais atores desse mercado é considerada, conforme a letra *d* do item II da Instrução CVM n. 8/1979, uma prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

Dito isso, o *insider trading* é um tipo de prática não equitativa, visto que confere informação privilegiada para utilizar no mercado de valores mobiliários, gerando um desequilíbrio indesejável em relação aos demais participantes do mercado. Esse entendimento pode ser observado na CVM, através do voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, no Processo Administrativo Sancionador 17/2002, julgado em 25-10-2005⁷²:

A própria definição de prática não equitativa prevista na Instrução CVM n. 08, traduz, na essência, em que consiste o *insider trading*, que nada mais é do que uma negociação com valores mobiliários em que uma das partes, por ser conhecedora de informação privilegiada, coloca-se em posição de vantagem em relação à outra que, por não deter essa mesma informação, encontra-se em uma indevida posição de desequilíbrio ou de desigualdade.

⁷² Trecho retirado de SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012, p. 127.

A fim de enriquecer o debate do tema em curso, transcreve-se voto do Diretor Relator do PAS CVM n. SP2007/0117, Eli Loria:

Cabe notar que o chamado "insider" ao negociar (de posse de uma informação) em detrimento de outrem (sem informação), obtendo lucro na negociação com certeza e tranquilidade, pratica uma das mais deletérias modalidades de fraude no mercado de valores mobiliários.

O mercado de valores mobiliários, integrando o sistema financeiro nacional, é o elo entre agentes superavitários (investidores) e deficitários (empresas) tendo por finalidade canalizar a poupança popular para financiar a atividade produtiva, propiciando uma melhor alocação dos recursos da sociedade como um todo e, dada a sua importância para a economia nacional, a Constituição Federal, em seu art. 17412, aponta a intervenção do Estado por intermédio da fiscalização e da regulação.

Finalmente, a prática do *insider trading* ocasiona sérios problemas para o desenvolvimento do mercado, como se pode notar através dos mais diversos doutrinadores supracitados, além disso, provoca uma onda de desconfiança nos investidores e, por consequência, percebe-se uma retirada de recursos do mercado afetado pela queda de credibilidade, impactando no crescimento econômico do País.

3.3 O ilícito administrativo da prática de *insider trading* e o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários

O combate ao *insider trading* é realizado de forma preventiva e forma repressiva. Aquelas que estimulam a ampla divulgação das informações, com base no princípio da *full disclosure*, são normas preventivas e objetivam garantir a devida visibilidade às operações de mercado mobiliário. Além disso, impõem a obrigação de divulgar operações realizadas pelos *insiders*. Já as normas repressivas não permitem o uso de informações privilegiadas e podem impor sanções administrativas, civis e penais⁷³.

⁷³ EIZIRIK, Nelson; *et al.* Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, p. 556. 2011.

As leis que permeiam o mercado de valores mobiliários combatem a não difusão da informação. Dessa maneira, o bem juridicamente protegido por tais regramentos que reprimem o *insider trading* é a estabilidade e a eficiência do mercado de valores mobiliários, e ainda se protege o recurso dos investidores, bem como a confiança no mercado.

Por esse motivo, a conduta do *insider trading* foi criminalizada e tem como principal meta fortalecer a confiança dos investidores no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e disciplinar a difusão de informações relevantes que influenciem, de maneira ponderável, a cotação das ações de uma companhia, por exemplo.

O elemento do ilícito administrativo de *insider trading* está presente em diversos instrumentos normativos, tais como:

- a) §1º do artigo 155
da Lei de Sociedade por Ações, que estabelece a obrigação do administrador de companhia aberta guardar para si qualquer informação obtida em razão do cargo, caso não tenha sido difundida no mercado e que influencie de maneira ponderável a cotação dos valores mobiliários.
- b) Artigo 13 da
Instrução n. 358/2002, leva em consideração uma gama maior de atores responsáveis em manter sigilo das informações relevantes a que tenham acesso antes da divulgação ao mercado e ainda veda a negociação com valores mobiliários de sua emissão. São eles: os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, de órgãos com função técnica ou consultiva ou quem em virtude do cargo, função ou posição na companhia têm acesso às informações supracitadas.

Assim, a Instrução normativa n. 358/2002, diferentemente do artigo 155 da Lei 6.404/1976, ampliou o leque de aplicação, visto que na referida Lei, apenas os administradores da companhia tinham dever de guardar sigilo.

Desse modo, a principal diferença que pode-se notar é que, enquanto na Lei, ressalta-se a proibição objetiva do administrador em obter vantagem mediante compra ou venda de

valores mobiliários, na Instrução 358/2002 é irrelevante a intenção de auferir lucros para que se viole o *caput* do artigo 13, tendo conhecimento de informação relevante não se pode negociar com papéis da companhia.

Com o intuito de oferecer maior esclarecimento à questão, SANTOS⁷⁴ ensina que:

A propósito, parece necessário esclarecer também que, apesar de o dispositivo legal aludir à intenção do agente de ‘obtenção de vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários’, o efetivo resultado positivo, ou seja, o efetivo lucro ou perda evitada pelo uso da informação relevante, não é imprescindível para consumação do ilícito. Trata-se, portanto, de ilícito de cunho formal e de perigo abstrato, justamente porque se pretende, com a proibição, assegurar um mercado salutar, transparente, confiável e com simetria informacional, ainda que a vantagem desejada pelo infrator não seja eventualmente obtida em razão, por exemplo, de condições de mercado desfavoráveis.

Um caso interessante para elucidar melhor o tema, pode ser visto no Processo Administrativo Sancionador CVM n. 2007/0117⁷⁵, no qual nota-se flagrante violação do artigo 155, §1º, da Lei 6.404/1976, por membro do Conselho de Administração da Sadia S.A., por uso de informação privilegiada, com a emissão de *ADR's* (*American Depositary Receipts*) da Perdigão S.A. após ter participado de reuniões para tratar de assuntos financeiros e econômicos ligados à oferta de compra das ações da Perdigão. Antes de divulgar essa informação importante ao mercado, o membro do Conselho de Administração realizou operações de compra e venda dos referidos *ADR's*, auferindo um lucro de US\$139.114,50.

Importante transcrever alguns trechos do voto do Diretor Sergio Weguelin no referido processo:

1. Ausência de Informações Concretas

1. O Acusado alega que, no momento das aquisições de ADRs, inexistia "informação concreta que pudesse ter sido objeto de utilização privilegiada", já que a realização da oferta ainda dependia de estudos e aprovação por parte do conselho de administração e controladores da Sadia S.A.

⁷⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012: p.143.

⁷⁵ PAS SP 2007/117, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 26-2-2008.

2. Esse argumento não me convence. O art. 155, §1º da Lei das Sociedades incide ainda que a informação não-divulgada ao mercado seja incerta. Basta ler a lei para perceber esse fato:

Art. 155. (...)

§1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

3. O dispositivo acima proíbe o administrador de negociar com base em informação que seja "capaz de influir de modo ponderável nas cotações de valores mobiliários". E é óbvio que a realização de uma oferta pública pelo controle da Perdigão S.A. afetaria a cotação dos ADRs da companhia.

7. Fundamentos da Negociação

1. A defesa alega que o Acusado adquiriu os ADRs com base em informações públicas e não com base nas informações privilegiadas de que dispunha. Segundo a defesa, os negócios realizados foram motivados por fundamentos de mercado, como os reflexos da crise aviária e a entrada da Perdigão no Novo Mercado.

2. Em circunstâncias normais, essas alegações poderiam até fazer sentido. Mas o fato é que o Acusado adquiriu ADRs da Perdigão pela primeira vez no mesmo dia em que discutiu a realização da oferta pública com o Banco ABN Amro SA. Nessas circunstâncias, as alegações do Acusado tornam-se totalmente inverossímeis.

3. E as evidências não param por aí. Cerca de três meses depois, o Acusado realizou nova compra de ADRs da Perdigão S.A. A essa altura, os estudos para realização da oferta pública estavam em estágio bem mais avançado. Na verdade, essas compras foram realizadas a menos de um mês da oferta.

4. À luz desses fatos, devidamente comprovados nos autos e reconhecidos pelo Acusado, não acho crível seu argumento de que as compras de ADRs realizadas não foram motivadas pela informação privilegiada de que dispunha.

8. Momento das Vendas

1. O Acusado alega também que vendeu parte dos ADRs da Perdigão S.A. após a revogação da oferta pela Sadia S.A. Ele ressalta, em seu favor, que essa venda só foi realizada após a divulgação de fato relevante ao mercado, sem nenhum lucro.

2. Contudo, isso não torna a sua conduta regular. Sem dúvida, a infração cometida teria sido ainda mais grave se os ADRs tivessem sido vendidos antes da divulgação ao mercado da revogação da oferta. Todavia, a ausência desse

agravante não exclui o óbvio: o acusado comprou os ADRs com base em informação privilegiada.

3. O fato de o Acusado não ter obtido lucro com a operação também é irrelevante para a caracterização da infração. Como ressaltam nossos precedentes, a negociação com base em informação relevante e privilegiada é suficiente para a caracterização do ilícito previsto no art. 155, §1º, pouco importando se a expectativa de lucro do infrator não foi concretizada.

1. A Acusado também questiona a aplicabilidade do art. 155, § 1º a este caso. Segundo a defesa, esse dispositivo não é aplicável porque o Acusado não era administrador da Perdigão S.A., companhia emissora dos valores mobiliários adquiridos, mas sim da Sadia S.A.

2. Mas essa interpretação não é compatível com o texto legal, como se pode perceber facilmente:

Art. 155. (...)

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

3. Como se vê, o texto legal não restringe o alcance da proibição aos valores mobiliários da companhia para a qual trabalha o administrador. Ciente do fato de que os administradores de sociedades anônimas podem ter acesso a informações privilegiadas que afetem a cotação de valores mobiliários de outras companhias, o legislador não restringiu a abrangência desse dispositivo.

4. E faz sentido que seja assim, até mesmo para proteger os interesses da companhia para a qual trabalha o administrador. Condutas desse tipo podem causar danos à imagem da sociedade, como no caso em exame, bem como prejudicar a conclusão de negócios importantes para a companhia.

O acusado, diante das práticas ilícitas cometidas, foi apenado com base no artigo 155, §1º, da Lei das Sociedades por Ações. Ainda o Diretor Relator ressaltou a) a extrema gravidade da conduta do acusa, que é tipificada como crime pelas leis brasileiras; b) os efeitos deletérios que as condutas desse tipo têm sobre o mercado, pois afetam a confiança dos investidores; c) o fato de o acusado ser diretor de relações com investidores de uma companhia aberta.

O objetivo de relatar tal processo é ressaltar a forte tendência de repressão à prática de utilização de informação privilegiada e a busca, por parte da CVM, em mostrar à sociedade que não tolera tais tipos de prática.

Outra questão importante é a definição do fato relevante, visto que é uma questão recorrente nos processos administrativos sancionadores⁷⁶ e gera bastante controvérsia entre acusador e julgadores. Então, traz-se a conceituação dada em decisão do Colegiado da CVM, no PAS RJ2006/5928:

Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer.

Sendo assim, não importa se a informação já é concreta ou não se concretizou ainda para ser considerada um fato relevante, vale dizer que o importante é se a informação tem força para influenciar a cotação do valor mobiliário da companhia.

O problema de adotar essa análise é transformar a análise de um fato em tentativa de previsão de futuro. O conceito amplo e vago oferece margem à divagação e “achismos”, o que é perigoso, pois há uma pessoa sendo acusada de uma prática ilícita que, se penalizada, pode sofrer consequências muito sérias na carreira profissional.

Outro tema recorrente nos processos administrativos sancionadores é a não divulgação de fato relevante de companhias envolvidas em operações societárias. Na tentativa de esclarecer o momento que se pode caracterizar como fato relevante uma operação societária ainda não concluída, o Diretor Marcos Pinto, no PAS 24/2005⁷⁷, definiu como a divulgação deve ocorrer:

3.2 A defesa afirma que o recebimento de uma oferta de compra que não é firme e a existência de tratativas intermitentes não caracteriza fato relevante. Eu discordo dessa afirmação.

3.3 Tanto na vigência da Instrução CVM n. 31/1984, quanto na vigência da Instrução 358/2002, o fato relevante se caracteriza tão logo a informação se torna capaz de influir, de modo ponderável, na cotação das ações da companhia.

(...)

⁷⁶ PAS RJ2006/5928; PAS 24/2005; PAS RJ2010/8784 e PAS RJ2012/8591.

⁷⁷ PAS 24/2005: Diretor Marcos Pinto. Julgado em 7-10-2008.

3.7 No nosso regime jurídico, só uma pergunta deve ser feita: A informação de que dispõe o administrador ou controlador pode “influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários”? Se a resposta for afirmativa, há fato relevante.

3.8 É claro que a existência de fato relevante não significa que o administrador ou controlador seja, necessariamente, obrigado a divulgá-lo ao mercado. Ele pode deixar de fazê-lo, conforme ressalta a lei e nossa regulamentação, para proteger interesse legítimo da companhia.

(...)

3.10 Mas daí afirmar que, nessa situação, o controlador ou administrador também pode negociar com as ações, de posse de uma informação que, mesmo incerta, o coloca em posição de vantagem aos demais acionistas – isso não me parece de modo algum aceitável.

Dessa maneira, tendo em vista o voto do Diretor, a Comissão de Valores Mobiliários entende que, não havendo divulgação de informações relevantes ao público, em hipótese nenhuma, o controlador ou administrador pode negociar ações, de posse dessa informação, tendo em vista o desequilíbrio evidente. Sendo assim, qualquer informação que possa influir de maneira significativa a cotação do valor mobiliário em questão é uma informação relevante.

Uma questão temerária e divergente na doutrina é a condenação com base em provas indiciárias, vinculadas ao ilícito de *insider trading*. A respeito de tal tema, há decisões interessantes da CVM que merecem a transcrição⁷⁸:

(...) nos casos envolvendo *insiders* secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de *insider* de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal.

Com efeito, considero que os principais indícios que devem ser considerados para a análise de um caso como o presente são: a oportunidade de negociação, apesar de se reconhecer que o lucro não é o elemento intrínseco da negociação com informação privilegiada, a tipicidade do histórico de operações com aquelas ações pelo investidor e a apresentação de tese convincente para justificar as

⁷⁸ PAS 13/2009, Diretor Relator Eli Loria, julgado em 13-12-2011

operações realizadas, sem prejuízo, por óbvio, de outros indícios que, eventualmente, surgiram durante a investigação;

Percebe-se, dessa feita, que a CVM entende que não há necessidade de identificação de informante ou da forma com que a pessoa teve acesso à informação relevante para configuração de ato ilícito, visto que ela reconhece a prova indiciária.

Em determinadas situações, entretanto, SANTOS⁷⁹ levanta que a inexistência de identificação do informante ou da via de acesso à informação relevante pode, em termos práticos, fragilizar ou até inviabilizar uma condenação por *insider trading*. Em suma, é imperioso que se consiga demonstrar, ao menos por meio de uma coleção de indícios, sérios e concatenados, que a pessoa que negociou no mercado tenha tido acesso a uma informação que seja relevante e que ainda não tenha sido divulgada ao mercado pelos meios próprios.

O mercado de valores mobiliários é essencial para o crescimento econômico nacional, visto que é o local de encontro entre a poupança dos investidores e o setor produtivo. Sendo assim, é necessário que seja conferida eficiência ao mercado e essa eficiência será mantida por normas adequadas que inibam as práticas não equitativas e com o regular funcionamento dos órgãos fiscalizadores.

⁷⁹ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012: p. 155-156.

CONCLUSÃO

Ao longo das últimas décadas, houve um aumento da intervenção estatal na economia brasileira, através das agências reguladoras. O presente trabalho buscou analisar a regulação do mercado de capitais nacional, com ênfase no exame dos mecanismos administrativos de repressão ao crime de uso de informação privilegiada, mais conhecido pelo nome norte-americano *insider trading*, tarefa delegada à Comissão de Valores Mobiliários.

Espera-se que o trabalho fomente a discussão da importância do mercado de capitais bem como da sua regulação eficiente, visto que o tema, especialmente na área acadêmica, tem pouquíssimos estudos a ele relacionados.

Pretendeu-se evidenciar que a regulação tem por objetivo primordial conferir eficiência e confiabilidade ao mercado, para que os investidores se sintam seguros e que tenham a sua disposição as informações necessárias para conhecer os riscos envolvidos e basear a escolha de seus investimentos.

Dessa maneira, procurou-se esclarecer o princípio da *full disclosure*, em outras palavras, o princípio da ampla divulgação. Tal princípio foi adotado pela legislação nacional, na Lei 6.385/1976, a medida que define um dos objetivos da Comissão de Valores Mobiliários como sendo garantir o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados.

A Comissão de Valores Mobiliários desempenha um papel de grande relevância para o mercado mobiliário, por ter sido conferida independência administrativa, ela é responsável por fiscalizar, disciplinar e aplicar sanções. Sendo assim, a Comissão de Valores Mobiliários busca reprimir atos que tenham por objetivo prejudicar os atores do mercado de valores mobiliários, cobrando a prestação de informações relevantes das companhias.

Já a utilização de informações relevantes ainda não informadas ao público relativas ao negócio ou a situação da companhia, dá-se o nome de *insider trading*. Prática amplamente reprimida pelos órgãos reguladores dos mercados de valores.

Mesmo com o aparato legal muito rigoroso e a Comissão de Valores Mobiliários atuando fortemente no sentido de prevenir as práticas não equitativas, nos últimos anos, percebeu-se, devido ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, o aumento da incidência de *insiders* no mercado nacional. Executivos da Gol, Sadia e Banco ABN-AMRO, recentemente, praticaram o ilícito de utilização de informação privilegiada, sendo amplamente divulgado nas mídias nacionais e internacionais. Tal problema repercute negativamente na imagem do mercado de valores nacional, tornando-o menos atrativo aos olhos do investidor.

Diante disso, buscou-se analisar os mecanismos utilizados pela Comissão de Valores Mobiliários para inibir a prática de *insider trading* e verificar se há possibilidade de melhorias nos métodos aplicados. Assim, procurou-se analisar o que poderia ser feito para tornar mais efetivo e célere tanto o processo administrativo sancionador quanto a repressão preventiva, visando coibir a utilização de informação privilegiada no mercado, prática altamente lesiva ao mercado de capitais.

Através da análise da estrutura da Comissão de Valores Mobiliários, verificou-se um problema relevante quanto ao processo administrativo sancionador, em rito sumário. Com base em diversas doutrinas, notou-se que o excesso de recursos possibilitados ao acusado prejudica a celeridade que deveria ser conferida a esse tipo de processo.

Por envolver infrações de menor potencial ofensivo, no entendimento de diversos autores colacionados acima, não há necessidade de realizar uma terceira análise pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. O rito, embora sumário, passa por três instâncias administrativas, descaracterizando totalmente seu objetivo garantir a celeridade. É importante ressaltar que a diminuição de instâncias não fere o princípio da ampla defesa, visto que ocorre a apreciação pelo Superintendente e há o julgamento do recurso pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários.

Através da pesquisa doutrinária, pode-se perceber que um problema levantado é o atual entendimento da Comissão de Valores Mobiliários quanto à definição de fato relevante. Tem-se adotado uma definição mais genérica alegando que não importa se a informação é ou não concreta, importando, tão somente, se ela é capaz de influenciar a cotação do valor mobiliário da companhia.

A questão principal é que, ao adotar esse posicionamento, a Comissão de Valores Mobiliários amplia demasiadamente o conceito em discussão e torna-o vago, oferecendo margem à divagação e “achismos”. Tendo em vista a falta de objetividade da definição adotada, o acusado fica em uma situação muito delicada, pois, se penalizado, pode sofrer sérias consequências na carreira profissional.

A condenação com base em provas indiciárias também levantou divergência doutrinária à medida que utiliza somente indícios para a construção da peça de acusação. Sabe-se que a prova definitiva da prática de *insider trading* é muito difícil de ser obtida e, por isso, alguns doutrinadores defendem a utilização de provas indiciárias para formular a peça acusatória.

Baseado no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, não há necessidade de identificação de informante ou meio em que a pessoa teve acesso à informação privilegiada, para a configuração de ato ilícito, pois há o reconhecimento da prova indiciária.

A inexistência de identificação do informante ou o meio de acesso à informação, entretanto, pode se revelar, em termos práticos, uma fragilidade que poderá acarretar na inviabilização da condenação de um *insider*, caso não haja elementos sérios e associados, comprovando que a pessoa teve acesso a uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

Diante do exposto, percebe-se que o mercado de valores mobiliários brasileiro reveste-se de uma estrutura normativa que possibilita o desenvolvimento, baseado nas teorias mais utilizadas internacionalmente. Repara-se que o mercado de capitais não ficou alheio à evolução percebida no que tange às práticas não equitativas, dentre elas a utilização de informação privilegiada.

A Comissão de Valores Mobiliários conta com a independência necessária para garantir o acompanhamento das novas relações comerciais e consolidar a regulação do mercado de capitais. Há de se ressaltar a tendência à desburocratização e a busca de soluções mais céleres para os processos administrativos sancionadores. Como, por exemplo, a maior utilização dos termos de compromisso com acusados que cometeram infrações no mercado de capitais. A utilização desse procedimento tornou-se uma maneira mais veloz para solucionar conflitos no

âmbito do mercado de capitais, pois é mais célere que o processo convencional e cessa a prática irregular, bem como indeniza o prejuízo causado. Nesses casos há o interesse do acusado em manter sua primariedade e buscar a resolução do litígio de maneira mais rápida e menos custosa.

Não se pretende dizer que o modelo de atuação da Comissão de Valores Mobiliários é perfeito e que garante a total eficácia do princípio da *full disclosure*. Há problemas pontuais e evidentes, conforme já foi mencionado, entretanto, a crescente repreensão às práticas não equitativas vem ao encontro dos pequenos investidores que sente-se mais valorizados e protegidos, propiciando terreno fértil para o crescimento do número de investidores no mercado mobiliário brasileiro. Dessa maneira, formar-se-á um mercado cada vez mais robusto e confiável, beneficiando a economia e o desenvolvimento nacional.

REFERÊNCIAS

ARRUDA, José Jobson de Andrade, O Brasil no comércio colonial (1796-1808). São Paulo: Ática, 1980.

BRASIL. Lei 6.385/1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm> Acessado em 12-4-2013.

_____. Lei 6.404/1976. Dispõe sobre a sociedade por ações. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>

BULGARELLI, Waldirio. Direito Comercial. 12 ed. São Paulo: Atlas, 1997.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 1997. v.3.

FURTADO, Celso. Formação econômica do Brasil. São Paulo: Cia Editora Nacional. ed. 35. 2005.

COELHO, Fábio Ulhoa. Manual de Direito Comercial: direito de empresa. 24 ed. São Paulo: Editora Saraiva. 2012.

_____. Curso de Direito Comercial. Volume 2. São Paulo: Editora Saraiva. 2006.

Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2002/1822, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente. j. 06-05-2005.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM n. 18/01. j. 04-11-2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2004/rordinario/inqueritos/18_01.asp> Acessado em 06-06-2013.

_____. Cadernos CVM – O que é a CVM, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protiniv/Caderno1.pdf>> Acessado em 05/05/2013

DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. 2005. 96f.. Dissertação (Mestrado Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2005.

DUQUE, João. A regulação do sistema de valores mobiliários – Uma abordagem pela teoria financeira. Acessado em 28-05-2013. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/762e55835ae542f9a9318c9961cc8f1aRegulacaodoSistema.pdf>>

EIZIRIK, Nelson. O papel do Estado na regulação do mercado de capitais. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 50. 1983.

EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FUCHS, Natália Soares. Uso indevido de informação privilegiada. Jus Navigandi, Teresina, ano 17, n. 3241, 16 maio 2012. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/21774>>. Acesso em: 23 mar. 2013.

FURTADO, Celso, Formação econômica do Brasil. São Paulo: Cia Editora Nacional, 2000.

JOST, Mariana S Martins. Insider Trading Uma análise crítica. 2008. 75f.. Dissertação (Graduação Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2008.

LAGE, Telder Andrade. O INSIDER TRADING: O alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider. 2011. 117 f.. Dissertação (Mestrado Direito) - Faculdade Milton Campos. Nova Lima. Minas Gerais, 2011.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, O conceito de “security” no Direito norte-americano e o conceito análogo no Direito brasileiro. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Nova Série, v. 13, n. 14. 1974.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: RT, 1982.

MEDINA OSÓRIO, Fábio. Direito administrativo sancionador. São Paulo: RT 2011.

MEIRELLES, Hely Lopes. Direito administrativo brasileiro. 28 ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Editora Malheiros. 2003.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Tributação do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1998.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, in Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais, volume I. São Paulo: Dialética, 1999, p. 263-271.

PAULA, Gabriela Di Pillo de. Remuneração de membros da diretoria nas sociedades anônimas. Aspectos societários e tributários. Jus Navigandi, Teresina, ano 16, n. 2879, 20 maio 2011. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/19154>>. Acesso em: 26 mar. 2013.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “insider trading”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp>. Acessado em 27/03/2013.

História do Mercado de Capitais. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acessado em 21 de março de 2013.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade. Revista de Direito Bancário. RDB 34/2006. Out/dez/2006.

_____. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva. 2012.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Prevenção e combate ao insider trading são cruciais. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2009-dez-15/prevencao-combate-crime-insider-trading-sao-essenciais>>. Acessado em: 18 de março de 2013.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A racionalidade econômica do combate aos *insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 147, p. 43, jul./set. 2007.

SIRONI, Andrea. L'esame scritto e orale per Promotore Finanziario. Editora Alpha Test, acessado virtualmente em 15/05/2013. Disponível em:

<http://books.google.com.br/books?id=8ZAhunJ_crEC&pg=PA643&lpg=PA643&dq=592/89+insider+trading&source=bl&ots=cVRbBavxzz&sig=1o_2qVUqxa6ZD2r0XxTNkBIMK-A&hl=pt-BR&sa=X&ei=1Vu8UZbPO4bY9ASLqIH4CQ&ved=0CF8Q6AEwCA#v=onepage&q=592%2F89%20insider%20trading&f=false>

TANJI, Marcia. Mercado de Capitais Brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses. 2009. 209 f.. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.